



UNIVERSITÉ PARIS II
PANTHÉON-ASSAS

BANQUE DES MEMOIRES

Master 2 Macroéconomie Monétaire et bancaire
Dirigé par Monsieur le Professeur Sébastien LOTZ
2019

Taux d'intérêts souverains dans la zone euro : divergences historiques et risque fondamental

CARREZ-MARATRAY Arnaud

Sous la direction de Monsieur le Professeur Christian OTTAVJ

Sommaire

Sommaire	2
Remerciements	3
Introduction	4
Section I	5
Section II	13
Section III	28
Section IV	38
Conclusion	65
Table des graphiques et des tableaux	67
Bibliographie	69

Remerciements

Je tiens ici à sincèrement remercier les personnes sans qui ce mémoire n'aurait pas pu être possible.

Monsieur le Professeur Christian OTTAVJ pour son aide et ses explications.

Monsieur le Professeur Bertrand CRETTEZ pour son oreille attentive et ses suggestions.

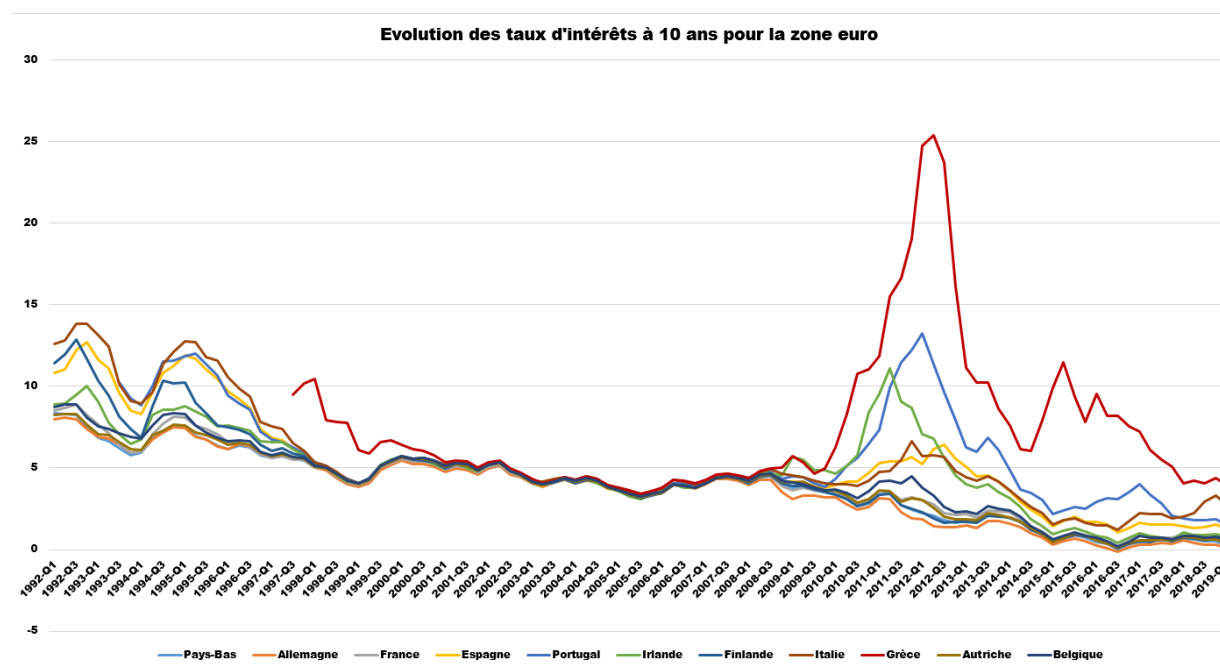
Monsieur le Professeur Simon GOMIS, et Monsieur le Professeur Christian ATTANASIO, mes deux mentors.

Gilles Mitteau, fondateur de la chaîne YouTube Heu?rêka, pour son travail de pédagogie de très grande qualité, et son soutien tout au long de la rédaction de ce mémoire.

Introduction

Depuis sa création, la zone euro a toujours eu pour objectif la convergence des économies qui la compose. Par l'intermédiaire d'un marché commun non-contraint par les fluctuations des taux de changes, l'objectif de la monnaie unique était l'adaptation des tissus économiques entre ces différents membres. L'un des critères permettant de suivre l'intégration économique d'une zone est le niveau des spreads de taux d'intérêts souverains entre les différents membres. Une zone économique homogène se traduit souvent par des taux d'intérêts comparables entre les pays constituant cette zone. L'élimination des frontières de changes permet la formation d'un marché des capitaux unique pour la zone, qui à son tour agit en faveur de la réduction des spreads de taux d'intérêts. Entre 1992 et 2000, l'alignement des politiques monétaires semble bien faire son effet, puisqu'une régularité semble se profiler entre les futurs entrants dans la zone euro. Malheureusement, la zone euro n'a pas été épargné par les crises et les retournements de marchés, notamment en 2008 lorsque la bulle immobilière américaine éclate. Le secteur financier tout entier trembla sérieusement lorsque de très grandes banques se sont retrouvées au bord de la faillite à cause de leurs prises de positions perdantes dans la bulle. Ne pouvant risquer l'effondrement en chaîne par effet domino, les gouvernements du monde entier se sont endettés pour porter secours au cœur même des marchés financiers. Contrairement aux autres pays du monde, les pays de la zone euro ont été les seuls à connaître par la suite une crise de la balance des paiements, notamment à cause de l'indépendance de la Banque Centrale Européenne. Comme on le voit sur le graphique ci-dessous, les taux d'intérêts longs ont connu des périodes radicalement opposées, où les spreads entre pays disparaissent entre 2000 et 2008, pour ensuite revenir au galop après la crise des Subprimes.

Graphique 1 : évolution des taux d'intérêts souverains à long terme pour les pays de la zone euro.



On constate très nettement des clivages entre plusieurs périodes. Tout d'abord le décollage de la zone euro entre 2000 et 2008, la période suivant la crise des Subprimes, puis des dettes souveraines, et enfin la mise en place par la Banque Centrale Européenne de programmes d'assouplissement quantitatif en 2015. En plus de cela, on constate la formation de deux groupes assez distincts au sein même de la zone euro, dont les tendances des taux longs sont parfaitement opposées.

Le taux d'emprunt du Portugal et de la Grèce augmente rapidement, alors que celui de l'Allemagne et de la Finlande baisse.

Quels critères utilisent les marchés pour déterminer un taux d'intérêts de long terme ? Pourquoi les spreads étaient-ils nuls entre 2000 et 2008 ? Quelles ont-été les forces qui permirent une telle convergence ? Pourquoi ont-elles disparues aujourd'hui ? Pourquoi 10 ans après la crise de 2008 les spreads européens continuent-ils d'augmenter ? Pourquoi certains pays de la zone euro empruntent-ils à taux négatif quand les pays voisins contractent des dettes à des taux plus élevés ? Pourquoi les prêts à taux négatif se sont-ils généralisés au sein de la zone euro ? Quel rôle a joué la BCE dans la fixation des différents taux d'emprunts ? Quel est le lien entre des taux négatifs et la balance des paiements intra-européenne ? Quelles ont été les conséquences des politiques d'austérité et de redressement sur la détermination des taux d'intérêts ? Où en est la convergence économique au lendemain de la crise des dettes souveraines ?

Nous distinguerons dans notre analyse deux groupes au sein de la zone euro, les pays dit du « Nord » à savoir l'Allemagne, la France, la Belgique, la Finlande, les Pays-Bas, et l'Autriche. Puis les pays dit du « Sud », à savoir, la Grèce, l'Espagne, le Portugal, l'Italie, et l'Irlande. Les pays du Nord sont ceux qui ont le mieux résisté aux troubles de la crise des Subprimes, et ceux du Sud sont ceux qui subirent une crise de la balance des paiements en 2010, connue sous le nom de « crise des dettes souveraines ». Exception faite de l'Italie, les pays du Sud sont ceux qui ont été coupés des marchés financiers entre 2010 et 2011, et qui ont bénéficié des plans de sauvetages de la Troïka. Cette spécification rejoint la littérature existante sur l'étude des taux d'intérêts en zone euro.

Nous cherchons ici à comprendre comment, en moins de 20 ans, la zone euro est passée d'un climat de convergence des taux souverains inédit à une véritable scission Nord-Sud qui ne semble toujours pas se résorber. La section première étudie succinctement les différents critères traditionnels d'évaluation du risque souverain pour un pays donné, ainsi que comment la zone euro influence ces critères. En seconde section, nous formulons une autopsie des mécanismes qui firent converger les taux d'emprunts européens, au point de permettre à la Grèce d'emprunter quasiment au même taux que le gouvernement allemand. Une fois cela expliqué, la troisième section présentera les implications de la chute de la quatrième plus grande banque d'affaire américaine, Lehman Brothers, sur le profil historique des taux d'intérêts et la pharamineuse divergence qui en résulta. La quatrième section disséquera précisément l'impact de la crise des dettes souveraines ainsi que les raisons potentielles qui poussent les investisseurs à placer à présent leurs fonds dans des obligations à taux de rendement nominal négatif.

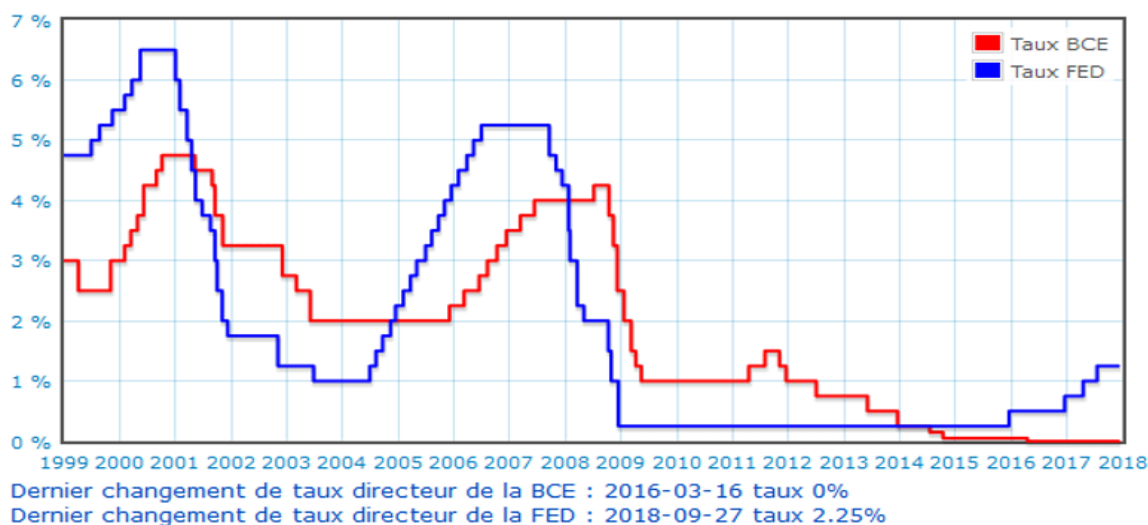
I) Fixation d'un taux d'intérêt souverain : critères traditionnels

Pour entamer ce complexe panorama des déterminants des taux d'intérêts, nous commencerons par le rôle fondamental que joue la Banque Centrale, notamment à travers la fixation de son principal taux directeur. Le taux de refinancement principal de la Banque Centrale constitue le canal de base de transmission de la politique monétaire décidée en amont. Il influence chaque strate de l'économie, du taux d'emprunt des Etats jusqu'au taux de crédit immobilier, car il intervient dans énormément de processus économiques, mais surtout dans les différentes activités du secteur bancaire. Le niveau de ce taux représente un coût pour les banques universelles, coût qu'elles devront répercuter sur la multitude de taux qu'elles proposent à leurs clients sur ces nombreux postes d'actions. Ses différentes fluctuations synthétisent la volonté des autorités monétaires de stabiliser le niveau général des prix autour d'un objectif d'inflation prédéfini, on parle régulièrement d'« *inflation targeting* ».

Pour ce qui est des Banques Centrales légèrement moins orthodoxes, ce taux de refinancement sert également à stimuler, ou ralentir, l'activité par le biais d'une relance du crédit bancaire, crédits qui iront alimenter l'investissement et la croissance. Il existe bien évidemment de nombreux autres taux directeurs sur lesquels une Banque Centrale peut bâtir sa politique à plus ou moins long terme. On citera par exemple les taux de rémunération des réserves obligatoires et excédentaires qui constituent des variables importantes pour les stratégies des banques de seconds rangs. Ou encore le taux d'escompte américain, appelé taux marginal en zone euro, qui peut lui aussi changer la donne en matière de crédit bancaire, et par la même occasion, en matière d'inflation. Cependant notre propos ne nécessitant pas fondamentalement une mise en perspective profonde de toute la machinerie monétaire, nous en resterons là pour l'analyse des taux directeurs.

Qu'en est-il en zone euro et ailleurs ? Le constat est particulièrement simple : baisse généralisée. L'épisode plus que chaotique Lehman Brothers a fortement fait baisser les taux de la BCE et de la FED afin d'éviter à tout prix l'entrée en déflation et l'écroulement généralisé du système financier mondial. Comme on le voit sur le graphique ci-dessous, nous ne sommes toujours pas sortis de cette zone proche du plancher monétaire. Les taux principaux de refinancements demeurent particulièrement bas depuis fin 2009, particulièrement en zone euro où la borne minimale, 0 %, a été atteinte en 2016. À en juger par les tribulations que connaît en moment Jérôme Powell, le banquier central de la Réserve Fédérale Américaine, ce climat de taux bas ne semble visiblement pas être révolu. La situation est peu ou prou similaire pour l'économie japonaise où la Banque Centrale du Japon maintient les taux directeurs très bas depuis plus de 10 ans. Dans les économies modernes fortement endettées, une remontée des taux directeur pourrait mettre en difficulté un gouvernement.

Graphique 2 : évolutions des taux de refinancements principaux depuis Janvier 1999.



Source: Federal Reserve bank of Saint Louis, Wikipedia, Leitzinsen¹

La relation inverse entre le prix d'une obligation et son taux de rendement est une base solide pour comprendre les mouvements sur les marchés obligataires. Ainsi les taux d'emprunts d'un pays quelconque suivront, toutes proportions gardées évidemment, la direction prise par le taux directeur de la Banque Centrale de sa zone, lui-même déterminé par le trajet que semble suivre l'inflation.

¹ <http://www.leitzinsen.info/>

La règle générale qui détermine toujours l'évolution des taux auxquels prêtent les investisseurs, c'est le niveau de risque. Plus le risque d'un placement X est haut, plus la prime de risque qui lui est associée sera élevée également. Or il existe une multitude de risques à prendre en compte lors de l'évaluation des différents placements qui s'offrent à un investisseur. La compréhension de ces risques nous permet de décomposer un taux en différents compartiments, chacun affilié à une prime de risque réclamée par l'épargnant. Nous n'irons pas profondément dans la fine compréhension de chacun des risques, nous contentant d'un simple tour d'horizon associé aux critères traditionnels qu'examinent les investisseurs.

Risque de change : ce risque désigne la possibilité de perte (ou de prise) de valeur d'une position libellée dans une devise étrangère dont le cours peut varier. Le niveau futur d'un taux de change étant particulièrement lié à la confiance, donc aléatoire et complexe à prévoir, ce risque est une composante majeure de la prime exigée par les investisseurs étrangers. La stabilité du taux de change et la crédibilité des interventions de la Banque centrale sont deux éléments très importants du point de vue d'un investisseur, qui peuvent donc faire pencher la balance du bon côté en matière d'allocation de l'épargne. Plus l'échéance est longue, plus la possibilité d'une dépréciation de la devise en question est élevée, de quoi facilement décourager plus d'un investisseur de placer l'argent de ces clients dans des actifs libellés en monnaie étrangère. Les entreprises font aussi face à ce risque lorsqu'elles étudient la possibilité d'une implantation à l'étranger, ou de l'achat de produits intermédiaires auprès d'un fournisseur étranger. L'élimination de ce risque fut d'ailleurs une des raisons économiques principales qui justifiait la mise en place d'une monnaie commune : réduire le risque fera augmenter les investissements en provenance des pays membres et également en provenance de hors de la zone euro. Diverses études comme Baldwin, Di Nino et al (2008)², ou Dvorak (2005)³ affirment que le résultat fût plutôt concluant avec une hausse effective du commerce et des investissements entre les pays. Ce qui prouve bien la grande importance de la question du change dans la détermination des primes de risques demandées. Cependant comme nous nous concentrons exclusivement sur la zone euro, nous n'examinerons pas toutes les couches qui composent ce risque.

Risque d'inflation : on parle de risque d'inflation pour désigner la perte de pouvoir d'achat d'une devise lié à l'augmentation du niveau général des prix dans le pays où cette devise a cours légal et forcé. Cette dépréciation doit évidemment être compensée par une prime de rendement afin de protéger les épargnants de cette perte. L'inflation est la variable de base que l'on utilise pour calculer le rendement réel d'un actif, conformément à la relation de I. Fisher. Ce risque est très fortement lié aux anticipations d'inflation formulées par les agents économiques sur les niveaux d'inflations à venir. Une inflation élevée sur une longue période sera perçue comme une perte de contrôle des autorités. Les épargnants demanderont alors une prime de risque toujours plus élevée afin d'éviter coûte que coûte la perte de valeur de leur capital, demande qui sera répercutée par les gérants de fonds à travers les taux auxquels ils accepteront de prêter à des gouvernements. Une inflation élevée dans un pays implique souvent un taux d'emprunt souverain également élevé. La tendance que prennent les anticipations d'inflation peut être la cause de l'échec d'une politique monétaire précise, avec des agents qui ne font pas confiance aux annonces et aux engagements pris par la banque centrale. Voilà pourquoi le concept « d'ancrage des anticipations » s'est autant popularisée au cours du XXème siècle.

² Richard Baldwin, Virginia Di Nino, Lionel Fontagné, Roberto A. De Santis, Daria Taglioni. "Study on the impact of the euro on trade and foreign direct investment." European Economic Paper 321, April 2008.

³ Tomas Dvorak, "The Impact of the Euro on Investment: Sectoral Evidence." Department of Economics Union College. Schenectady, NY 12308 October 2005

Ce risque est étroitement lié à celui de change, car le niveau d'inflation d'un pays déterminera en grande partie les choix de politiques monétaires. Par exemple, des problèmes d'inflation importée ou d'attaques spéculatives sont souvent des événements à l'origine d'une modification, parfois radicale, de la direction que prendra la Banque Centrale nationale. Or ces décisions ne resteront pas sans effet sur la valeur des actifs présent dans le portefeuille d'un investisseur. Nous développerons plus en profondeur ce risque dans la section 2, car le cas de la zone euro est riche d'enseignements sur la détermination et les fluctuations de ce risque.

Cela étant dit, nous devons à présent nous atteler au facteur le plus connu dans la détermination d'un taux souverain, nous voulons parler du risque de non-remboursement, tantôt appelé risque de crédit, z-spread, etc ... Cette composante des taux souverains se comprend comme une pénalité, plus ou moins grande, que les investisseurs vont attribuer aux pays en déficit de financement, afin de compenser leur risque de ne jamais revoir l'argent qu'ils ont prêté. Les titres de dettes de certains pays sont perçus comme très sûrs ce qui leur permet de se financer à moindre coût via des taux bas. A l'inverse, les obligations les plus risquées sont celles qui fournissent des rendements très supérieur aux autres, justement à cause de cette prime de risque. Les financiers parlent en général d'obligations à hauts rendements, « *high-yields* », où le risque est très important. Cette activité complexe est souvent confiée à un département spécifique dans la plupart des grandes banques d'investissement du monde, ou à des fonds spéculatifs spécialisés. Les pays qui présentent une probabilité élevée de faire défaut sur une partie de leur dette empruntent à des taux élevés, plus particulièrement lorsque des tensions se font sentir sur les marchés ou ailleurs. Autrement dit, le taux souverain d'un pays réagit abondamment aux risques qui planent sur ce pays. Sur quoi se basent généralement les prêteurs pour demander un surplus de rendement au gouvernement du pays émetteur ?

Il existe évidemment énormément d'informations que les analystes financiers utiliseront lors du processus de calcul de la prime de risque à demander, mais les principaux sont les fondamentaux économiques du pays.

Niveau de la dette publique : le premier indicateur sur lequel un investisseur doit s'arrêter est le niveau de la dette publique rapportée au PIB, plus communément appelée Ratio DETTE / PIB. On obtient avec lui une vue d'ensemble assez satisfaisante sur la vitesse de progression et la tendance de la dette par rapport à la richesse produite dans le pays. Un ratio très bas sur une longue période peut se voir de différentes façons. Soit on a affaire à un Etat plutôt peu impliqué dans l'économie de son pays, soit un Etat impliqué mais particulièrement intransigeant sur le niveau de la dette dans son pays. En matière d'investissement, on peut tout à fait l'interpréter comme une faiblesse de l'investissement qui pourrait à long-terme être néfaste pour l'économie. On perçoit ici l'incomplétude partielle de cet indicateur, qui doit dans tous les cas être mis en perspective avec le ratio Dette Privée / PIB afin de constater la direction que prend l'investissement global du pays. Nous évoquons le Japon, car son gouvernement synthétise parfaitement cette idée, avec un taux d'endettement qui monte fortement pour compenser la chute de l'endettement privé du début des années 2000. Pour bien cerner cet élément, nous devons adopter le point de vue d'un investisseur qui cherche à maximiser son rendement, sous contrainte de risque. Or un « investisseur lambda » préférera toujours placer ses fonds dans sur un pays dont le gouvernement maintient ses finances dans les clous, plutôt que chez un de ses concurrents qui, certes investit beaucoup, mais qui a déjà atteint une dette publique supérieure à 150 % de son PIB.

La notion centrale est qu'un gouvernement qui accumule beaucoup de dettes peut vite se retrouver débordé, et devra alors payer une charge d'intérêts de plus en plus grande, ce qui peut juguler le redémarrage d'un pays. L'effet Ricardo-Barro soutient également les politiques fiscales strictes qui maintiennent l'endettement public à des niveaux raisonnables et permettent justement de maximiser la croissance à long terme. On cherche ici à éviter la faillite ou au moins la panique ; pour cela on se tourne vers des pays où la probabilité de perte de contrôle d'un gouvernement est la plus faible. On sous-entend donc que la probabilité de réussite d'une nouvelle levée de fonds s'amenuise à mesure que le niveau de la dette publique augmente. Le critère européen du Traité de Maastricht impose d'ailleurs à ces signataires un niveau de dette inférieur à 60 % du PIB.

Niveau du déficit public : nous venons de mentionner la dette, or cette dette est alimentée en permanence par le déficit qui a besoin d'être financé. Le critère de Maastricht impose que ce solde budgétaire demeure inférieur à 3 % du PIB. Il demeure cependant des exceptions qui justifient le dépassement de ce critère notamment en cas d'urgence nationale, ou lorsqu'un événement rare se produit. Cela étant dit, le fait est que dans une optique d'investissement un excédent vaudra toujours plus qu'un déficit, et un déficit stable dans le temps vaudra toujours plus qu'un déficit hiératique dépassant sans arrêt les prévisions. Ce critère de déficit public sera développé plus amplement dans les sections suivantes lorsque nous évoquerons le cas de l'Irlande, qui constitue un exemple parfait de dérapage budgétaire qui se métamorphose peu à peu en crise de confiance sur les marchés.

Perspectives de croissance : Les pays les plus dynamiques jouissent d'une alléchante façade commerciale qui saura plaire aux investisseurs : les taux de croissance passés et futures anticipés du pays. Les investisseurs, qu'ils soient des entreprises ou des fonds de placements, prennent très à cœur la dynamique économique du pays, qui se traduit souvent par le taux de croissance du PIB. La structure de cette croissance est également une donnée de grande valeur, car savoir par quoi est tirée la croissance, consommation ou production, intérieure ou extérieure, donne un relief particulier à sa solidité. Comme évoqué précédemment, une reprise économique peut être un tournant majeur dans les comptes publics du pays qui pourront rapidement s'améliorer, grâce au retour à l'emploi de certains travailleurs et à la mécanique augmentation des recettes fiscales que cette croissance implique. Il existe différents défaut et incomplétudes statistiques associés au PIB, mais il permet une plutôt bonne vision des choses au moins en première approximation.

Variables fiscales diverses : nous avons analysé le côté dépenses, il faut donc jeter un œil sur le plan des recettes. Pour cela, nous disposons de tout l'éventail des postes où l'Etat prend une commission, du taux d'impôts sur le revenu, au taux d'impôts sur les sociétés, en passant par le taux d'impôts sur les profits du capital, et évidemment l'intégralité des taxes, aussi bien intérieures comme la TVA, que les tarifs douaniers aux frontières. Une analyse très poussée au cas par cas prendra évidemment en compte beaucoup plus d'informations, issues de divers champs disciplinaires, comme le temps minimal requis à la création d'une entreprise, ou encore les conditions d'embauches et de licenciements. En contrepoint de cela, il ne faut pas négliger les aspects problématiques qui peuvent rebuter les investisseurs comme les problèmes de corruption ou d'évasion fiscale. Comme indicateur, nous pouvons citer la taille estimée de l'économie souterraine, et les pertes estimées liées à la fraude fiscale. Un pays gangréné par de la corruption de ses fonctionnaires, ou de son tissu industriel ou médical, verra son appréciation par les marchés dégradée car cela met à mal les recettes du gouvernement. Cet argument est surtout imputable aux investisseurs qui ne prêtent pas vraiment à des pays risqués, au sens juridique du terme, par peur de ne jamais revoir la couleur de leur argent, non pas à cause d'un défaut mais d'une faille juridique ou de corruption pure et simple. Cette problématique fut d'ailleurs une des principales concernant l'entrée dans la zone euro des pays de l'Est.

Taux de chômage : les performances économiques d'un pays transparaissent souvent à travers son taux de chômage. Nous pouvons étudier la tendance que prend la population active, le chômage des jeunes et celui de longue durée. Ce niveau de travailleur sans emploi représente un coût important pour un gouvernement qui devra mettre de l'argent en jeu pour réintégrer ces personnes sur le marché du travail. Nous pouvons illustrer notre propos avec le cas de l'Espagne qui connût une forte augmentation du chômage notamment à cause de l'éclatement de la bulle immobilière. Cette perte d'emploi massive fût la raison principale de l'accroissement des dépenses de protection sociale, puis de la hausse du déficit public sur la période allant de 2008 à 2017.

L'âge de départ à la retraite est un facteur de plus, car il permet de donner du relief au taux de chômage de longue durée et des seniors. Un pays plutôt généreux au niveau de son aide sociale et de sa politique de redistribution sera vite mis en difficulté s'il doit indemniser au plus vite une grande partie de ses travailleurs ou de ses retraités. Tous ces indicateurs sociaux peuvent être fortement enrichis si l'on ajoute la position du pays en question dans les échanges mondiaux.

Positionnement dans les échanges mondiaux : En effet, un pays avec une forte population active aura tendance à être plus diversifié, c'est-à-dire d'être présent sur différents marchés, rendant son économie moins sensible aux crises sectorielles ou aux retournements d'un marché. Un des exemples les plus connus est celui du Venezuela qui dépend fortement du prix du pétrole et qui peut en un rien de temps basculer dans la récession si les cours ne vont pas dans le bon sens. L'argument est avancé par Arghyrou and Kontonikas (2010)⁴ qui préconisaient des réformes structurelles axées sur la compétitivité des pays en périphérie de la zone euro afin d'améliorer leur résistance aux effets de fuite des capitaux. Ce raisonnement peut être enrichi lorsqu'on y ajoute la nécessité pour certains pays émergents d'obtenir au plus vite des dollars. En effet, de nombreux pays dépendent fortement de leur stock de dollars afin de pouvoir se procurer certains produits ou services étrangers. Une économie peut donc durablement souffrir d'un manque de dollar si jamais les exportations ne sont pas au rendez-vous. Cette notion s'est trouvée parfaitement illustrée par le cas russe entre 1997 et 1999. Durant cette période les flux de dollars entrant en Russie sont fortement affaiblis par un prix du pétrole en baisse. Cette dangereuse dépendance aux fluctuations des prix des matières premières ou à une devise internationale peut vite décourager ou faire paniquer les investisseurs internationaux, ce qui les poussera à demander des taux d'intérêts toujours plus élevés.

Antécédents de défaut : il va sans dire qu'un pays ayant déjà fait défaut une, ou plusieurs, fois sur sa dette sera pendant longtemps soumis à une pénalité haussière sur son taux d'emprunt. Les investisseurs floués se détourneront, s'ils le peuvent définitivement, de ce pays, réduisant sévèrement l'offre de financement. Quant aux prêteurs frileux, il faudra leur offrir un surplus de rendement conséquent afin de les rassurer. L'offre de fonds se réduisant à vue d'œil pour une demande de financement inchangée, le résultat n'a rien de surprenant : le taux souverain du pays augmente sur les différentes maturités d'emprunts. Parmi les exemples les plus tristement connus, on peut citer l'Argentine qui fût défaut sur sa dette le 23 décembre 2001 après que ses taux d'emprunts eurent monté très rapidement, conformément aux tensions diverses sur son secteur bancaire en très grande difficulté, phénomène qui fut fortement renforcé par une intense fuite des capitaux. Plus récemment et proche de notre sujet, la Grèce a finalement mis en place un *haircut* de 100 milliards sur sa dette fin-2011 en accord avec l'intervention de la Troïka. L'occurrence d'un défaut baisse inéluctablement la probabilité de solvabilité future du pays, faisant monter la prime de risque à fournir, et cela d'autant plus que la maturité est longue.

⁴ Arghyrou, M.G. and A. Kontonikas, 2010. "The EMU sovereign-debt crisis: Fundamentals, expectations and contagion." Cardiff Economics Working Paper, N. E2010/9.

Le rôle des agences de notations : tous les critères que nous venons de lister se retrouvent condensés et enrichis dans les différentes notations fournies par Standard & Poor's, Moodies et Fitch, qui analyseront au cas par cas les différents pays. Ce système de notations possède une grande influence sur les dynamiques financières actuelles, surtout en ce qui concerne les taux souverains sur diverses maturités. Cette influence est liée à la structure de certains fonds de pensions ainsi qu'au fonctionnement des opérations de refinancement des banques auprès de leur banque centrale. Premièrement, une grande partie des fonds de pensions sont encadrés par des réglementations strictes sur la qualité des titres qu'ils sont autorisés à intégrer dans leurs portefeuilles. Les critères sont évidemment multiples et divers, mais les notations des différentes agences en font bel et bien partie. Une dégradation abrupte de la note d'un pays quelconque en dessous de la limite réglementaire imposée obligera les gérants à se défaire d'une partie, parfois importante, de leurs titres obligataires. Compte tenu des sommes en jeu, ce mouvement de vente engendre une pression à la baisse sur le prix de ces titres, faisant mécaniquement monter leur taux. Le montant de ces ventes varie évidemment en fonction de l'ampleur de la dégradation ainsi que du contexte sur les marchés. En cas de panique ou de tensions fortes, elles pourront avoir des effets auto-réalisateurs en accentuant les mouvements extrêmes et les effets de contagion.

Deuxièmement, les banques se doivent de détenir un stock d'actifs de qualité suffisante afin, d'une part de respecter certains statuts et exigences de liquidité, mais également afin de disposer d'actifs éligibles comme garanties pour le nantissement des prêts obtenus auprès de la Banque Centrale. La logique est ici similaire : une dégradation de la note d'un pays peut pousser une banque à modifier la structure de son portefeuille obligataire, ce qui peut tout à fait renforcer la dynamique de baisse des prix des titres. Compte tenu de son importance dans la compréhension de la convergence des taux souverains entre 2000 et 2008, cette question des titres souverains utilisables ou non comme garanties sera traitée plus en profondeur dans la section suivante.

D'ailleurs les agences de notations participent beaucoup à la formation d'un risque plus global que les investisseurs redoutent : le risque de contagion. On désigne par risque de contagion une situation où l'arrivée d'une information négative sur un plan précis d'un marché ou d'un pays peut rapidement se répercuter sur d'autres produits financiers, et potentiellement se propager mondialement. De nombreux facteurs alimentent en permanence l'interconnexion des strates de l'économie ; on peut citer par exemple la croissante financiarisation des bilans bancaires ou certaines pratiques financières spéculatives utilisées par les hedges-funds. Ainsi Gerlach et al. (2010)⁵ mentionnent le lien entre la taille du secteur bancaire national et l'augmentation du spread souverain. En effet, compte tenu de la taille des bilans des banques universelles européennes, et de leur effet de levier particulièrement important, un sauvetage en urgence peut très vite se transformer en crise de la dette, et c'est l'Irlande qui en est devenue le cas d'école. Effectivement, l'Irlande n'est pas passé au travers de la bulle immobilière venant à l'origine des Etats-Unis, c'est même plutôt le contraire. Les banques irlandaises ont ainsi pris des positions vis-à-vis du secteur immobilier, que ce soit des prêts à hauts risques, ou des biens immobiliers dans le cadre de leurs activités Capital Markets⁶. On peut citer par exemple Allied Irish Banks, ou encore Bank of Ireland, qui ont essuyé de lourdes pertes suite à l'éclatement de la bulle. Pertes qui ont dû être épongées en catastrophe par le soutien du gouvernement au prix d'un accroissement de son déficit, ainsi que de sa dette.

⁵ Gerlach, S., Schulz, A. and G.B. Wolf, 2010. "Banking and sovereign risk in the euro area." CEPR Discussion Paper, n. 7833.

⁶ Rosalind Wiggins, Thomas Piontek, Andrew Metrick, 2014 "The Lehman Brothers Bankruptcy: Overview." Yale program on financial stability case study 2014-3A-V1. Description de l'activité de déplacement d'actifs.

Enfin R. De Santis (2012)⁷ montre que la dégradation de la note de la Grèce implique une augmentation des différents spreads souverains pour le Portugal, l'Espagne, l'Irlande, l'Italie, la Belgique et la France. Ce mouvement d'augmentation rapide des spreads se fait sur une période assez courte, 60 jours ouvrables, et témoignent du comportement de certains investisseurs qui craignent de futures dégradations des notes pour des pays comparables. Afin de se mettre à l'abri, ils se décident à vendre une partie de leurs titres de dettes souverains, faisant monter les spreads d'autant plus vite que la décote est importante et inattendue. Cette problématique de sécurisation rapides des positions, appelée « fly-to-quality », sera développée plus amplement dans la troisième section.

Ensuite sur un plan légèrement plus spécifique aux pays, on trouve le risque de liquidité qui traduit la possibilité d'acheter ou de vendre un actif sans influencer son prix. Cette crainte est particulière présente du point de vue de certains fonds, ou assureurs, qui doivent parfois faire face à des demandes de retraits, et doivent alors liquider leurs positions rapidement, ce qui peut faire apparaître des pertes. Un marché illiquide peut être la bête noire de certains fonds d'investissement, et surtout des banques lorsqu'elles commencent à accuser des pertes trop importantes. C'est d'ailleurs pour cette raison, qu'il existe plusieurs ratios de liquidités que les grandes banques se doivent de respecter afin de garantir leur stabilité globale. Un problème de liquidité peut en quelques jours se transformer en risque majeur de solvabilité pour une banque universelle. Et c'est exactement ce que connu Bear Sterns, la cinquième plus grande banque d'investissement américaine, en plein cœur de la tempête des Subprimes. Le raisonnement peut sans problème être répliqué pour des hedges-funds qui perdent de l'argent sur certaines de leurs positions, mais ne peuvent pas prendre le risque de liquider leurs portefeuilles, sous peine de voir le prix de leurs actifs s'effondrer de plus belle. Dans la littérature, on peut citer Beber et al.⁸ :

“For both daily and weekly order flow, the increased effect of liquidity is striking at the long end of the yield curve. Specifically, the liquidity coefficient is about twice the unconditional magnitude for the 10-year maturity and more than 30% higher for the 7-year maturity. Although not shown, the corresponding contribution and proportion measures show that liquidity explains a higher proportion of the yield spread than the unconditional case for all countries, pointing to an unambiguous increase in the importance of liquidity during flights. [...] The destination of large flows into (as well as out of) the bond market is determined almost exclusively by liquidity.”

Depuis 2008, des politiques monétaires non-conventionnelles ont été initiées par les Banques centrales des différents pays, et parmi ces politiques le Quantitative-easing influence grandement le niveau des spreads. Les différents programmes de rachats de dettes souveraines sur le marché secondaire par la BCE ont eu pour effet de fortement baisser les taux de rendements des obligations souveraines. La direction que prend la politique monétaire d'un pays, expansionniste ou restrictive, influence sans arrêt le niveau des taux d'emprunts. Chadha et Hantzche (2018)⁹ analysent justement l'impact de ces différents programmes de QE à travers une distinction entre pays du centre de la zone euro et de la périphérie, symbole des répercussions asymétriques que peut avoir le QE.

⁷ Roberto A. De Santis, “The euro area sovereign debt crisis. Safe haven, credit rating agencies and the spread of the fever from Greece, Ireland and Portugal.” ECB Working Paper No 1419, February 2012. Section 4.4.2

⁸ Beber, A., Brandt, M. and K. Kavajecz, 2009. “Flight-to-quality or flight-to-liquidity? Evidence from the euro-area bond market.” *Review of Financial Studies*, 22: 925-957.

⁹ Jagjit S. Chadha, Arno Hantzche, “The Impact of the ECB’s QE Programme: Core versus Periphery” National Institute of Economic and Social Research. February 2018.

Les conséquences du QE sur les marchés sont diverses, mais dans tous les cas, il influence bien les taux et par la même occasion les spreads entre les pays. Nous pouvons également ajouter une dimension internationale à ce raisonnement car les annonces des grandes banques centrales en matière de politiques monétaires ne sont pas sans effet sur les choix de leurs consœurs. Un programme d'accompagnement de l'investissement peut se révéler inutile si jamais les politiques mises en place par les autres grandes institutions monétaires étrangères ne vont pas dans le même sens. Les répercussions d'une quelconque politique monétaire sont toujours assujetties à une certaine forme de coordination, et il en va de même pour les taux d'intérêts souverains. Surtout lorsque la communication des banques centrales peut faire pencher les marchés dans l'euphorie ou la panique en un rien de temps ...

Pour terminer cette section, il est indispensable de rappeler que tous les critères énoncés précédemment peuvent voir leurs pondérations respectives modifiées par les marchés si les circonstances le justifient. Les variables sont en constante évolution, exactement comme la façon dont les marchés les perçoivent. En effet, et comme nous le verrons dans la section suivante, la loi de l'offre et de la demande règne sans partage sur la fixation des taux souverains, et peut parfois faire apparaître des événements que certains qualifieraient volontiers d'irrationnels, ou au moins de troublants. Les investisseurs peuvent en fonction des conditions macroéconomiques globales être plus ou moins laxistes sur le ratio dette/PIB, ou au contraire particulièrement draconiens sur le taux de chômage des jeunes ou encore sur l'exposition aux aléas du marché du pétrole.

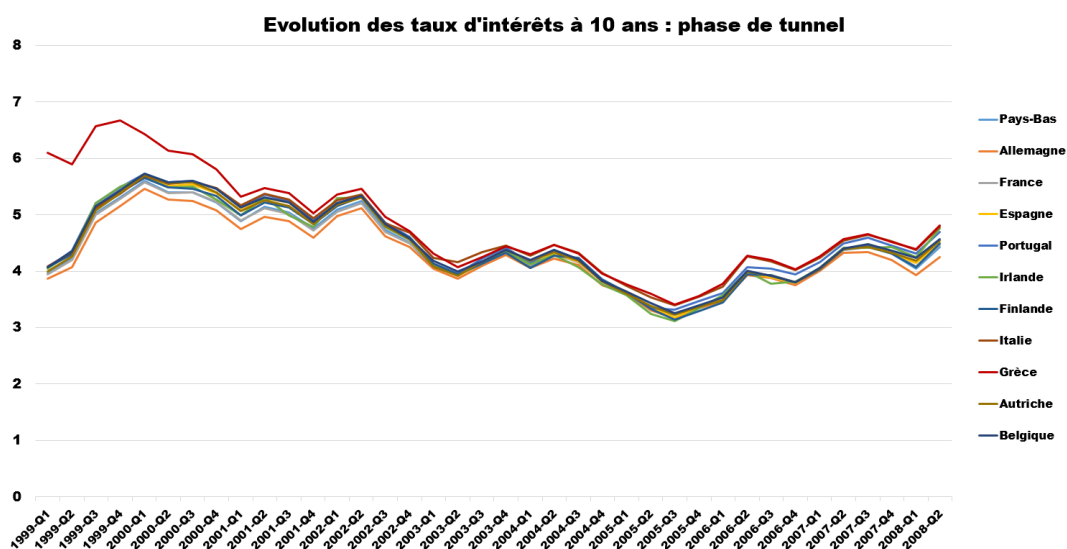
II) 2000-2008 en zone euro : quand la Grèce emprunte au même taux que l'Allemagne

Comme expliqué dans la section précédente, il existe plusieurs variables fondamentales qui, selon toute vraisemblance, interviennent dans le calcul d'un taux d'emprunt souverain, mais elles peuvent facilement être reléguées au second, voir au troisième plan, par les investisseurs, conformément à leurs attentes et à leurs analyses. Et c'est exactement cette configuration qui va s'installer dans la zone euro entre 2000 et 2008 où une phénoménale convergence des taux fut observée au point de faire apparaître une situation plus qu'incongrue ...

Phase de tunnel : quand la Grèce emprunte au même taux que l'Allemagne :

Sur la période allant de début 2000 à septembre 2008, les taux nominaux longs des principaux pays de la zone euro vont converger très fortement, jusqu'à atteindre un stade de pseudo-homogénéité. Les pays du Sud ont à présent accès à des taux d'emprunts comparables à ceux du Nord, et globalement les périodes de hausses et de baisses sont d'une régularité impressionnante. Comme on peut le voir sur les deux graphiques ci-dessous, les spreads entre pays sont quasiment inexistantes : nous sommes de plain-pied dans une phase de tunnel.

Graphique 3 : évolutions des taux nominaux longs sur la période 1999-2008.

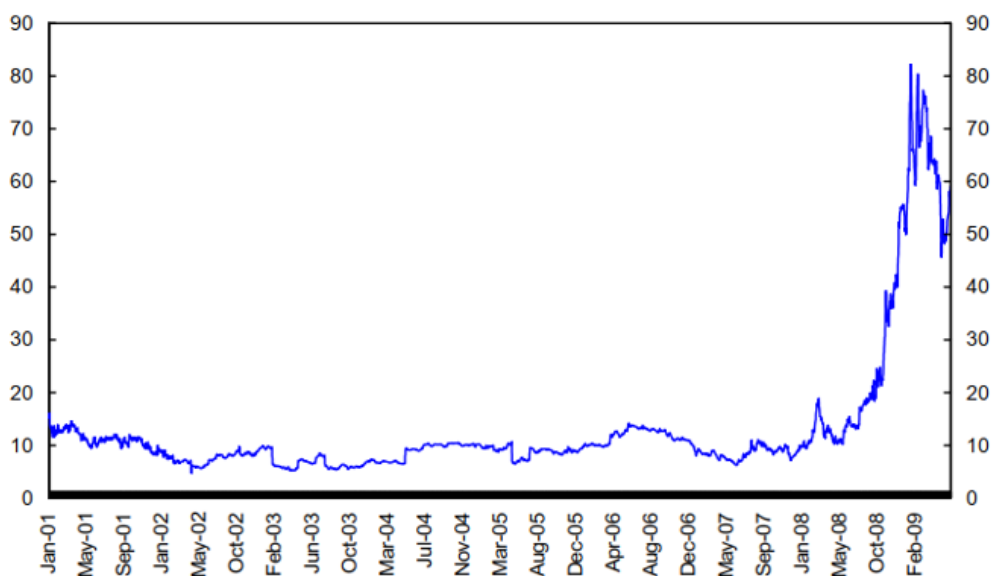


Source : OCDE, Eurostat. Graphique pensé par Gilles Mitteau.¹⁰

Le second graphique, réalisé par le Département Européen du FMI, représente l'évolution des spreads de taux souverains sur la période d'écrasement autour d'un taux harmonisé, où on voit clairement la scission engendrée par la crise des Subprimes. (Événement dont nous parlerons abondamment dans la prochaine section.) Le processus de construction européen atteint en quelque sorte l'un de ses objectifs théoriques : une intégration financière accrue entre les membres de la zone euro.

Graphique 4 : dispersion des spreads souverains dans la zone euro entre janvier 2001 et juin 2009.

Écart-type sur les écarts souverains de la zone euro.
Rendement des obligations d'État à 10 ans par rapport au Bund, en points de base.



Source: Datastream; and staff calculations.

Source : Silvia Sgherri, Edda Zoli.¹¹

¹⁰ OCDE « Indicateur : taux à long terme ». Mise en forme et design du graphique par Gilles Mitteau.

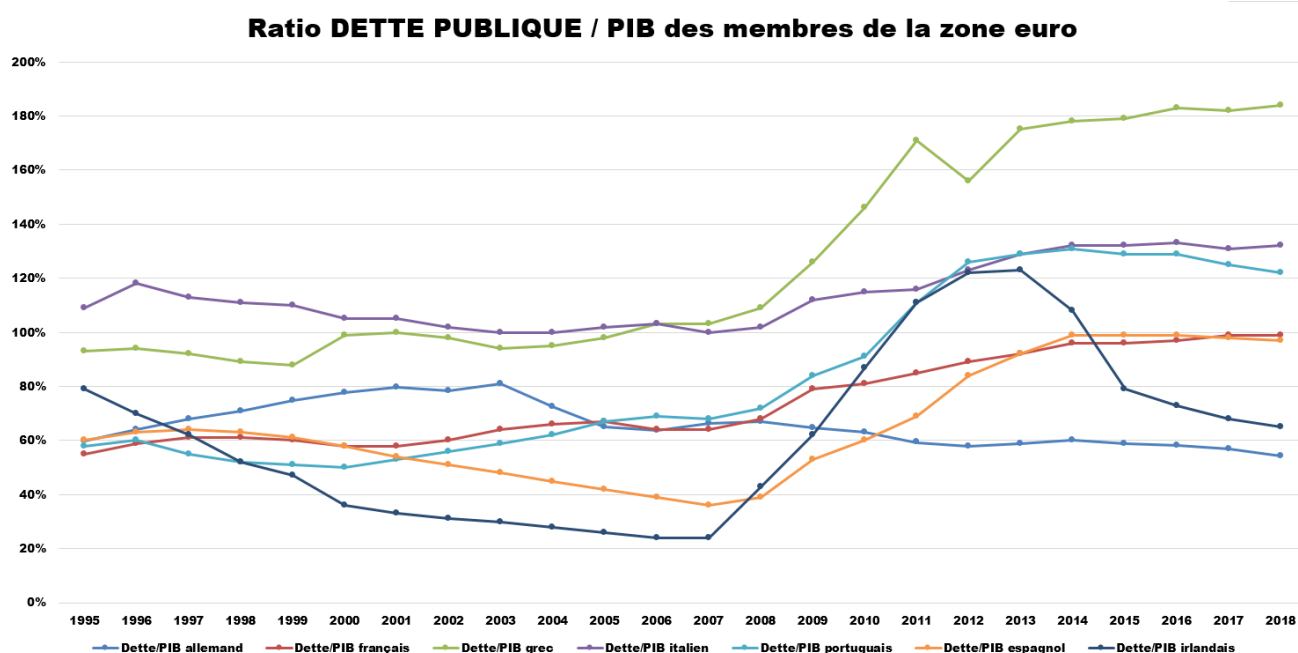
¹¹ "Euro Area Sovereign Risk during the Crisis." Par Silvia Sgherri, Edda Zoli. IMF Working Paper WP/09/222

Face à ce constat sans équivoque, plusieurs questions se posent alors. Les économies avaient-elles convergé aussi drastiquement avant l'entrée en vigueur de l'euro ? Les risques associés à chaque pays étaient-ils finalement devenus identiques ? Pourquoi les marchés financiers auraient-ils accepté de prêter, à long terme, à des taux quasiment similaires à des pays pourtant profondément différents ? Si ce n'est pas le cas, quels ont été les facteurs qui permirent une pareille convergence au niveau financier ? Pour donner une réponse adaptée à ces interrogations, commençons par un tour succinct des éléments qui laissent, à priori, penser que les pays de la zone euro emprunteraient toujours à des taux différents. Sur quels points précis les économies de la zone euro différaient-elles entre 2000 et 2008 ?

En ce qui concerne la dette, on constate très facilement sur le graphique suivant que la tendance prise par les différents gouvernements était bien plus la stagnation que l'uniformisation sur les ratios des pays du Nord comme l'Allemagne ou la Finlande. Exception faite de l'Espagne et de l'Irlande dont le ratio baisse sur la période, et demeure en dessous du critère de Maastricht, la Grèce, l'Italie et le Portugal ont maintenu leur dette autour des niveaux proches de ceux précédant l'entrée dans l'euro, et cela sur toute la période de convergence des taux longs. L'Italie voit même son ratio grimper au fur et à mesure du temps, et la Grèce n'est jamais parvenue à repasser en-dessous de la barre symbolique des 100 % du PIB.

Ce critère d'analyse de la dette est nécessaire pour débiter notre analyse, mais il n'est certainement pas la composante sacrosainte qui fait bondir instantanément la vision qu'on les investisseurs de ces pays. Preuve en est l'Allemagne qui, pourtant figure de proue en matière de sérieux budgétaire, n'a pas pu respecter le critère des 60 % avant l'année 2011. Réflexion similaire pour la France et la Belgique, que l'on classe dans les pays du Nord, mais dont la situation financière s'est aggravée. Pour finir sur ce point, les niveaux de dettes publics n'ont pas convergé entre 2000 et 2008. La raison de la convergence des taux n'est pas à chercher du côté du niveau de dette.

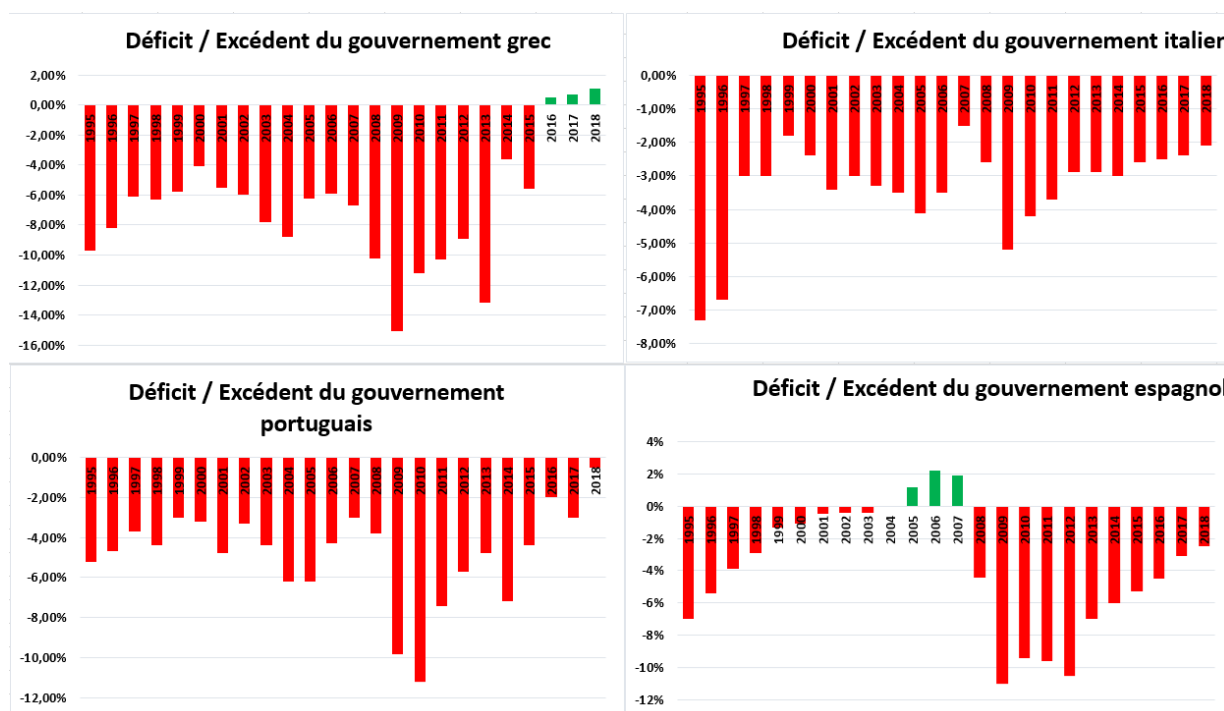
Graphique 5 : évolutions de la dette publique en zone euro.



Source : OCDE, Debt Economics.org

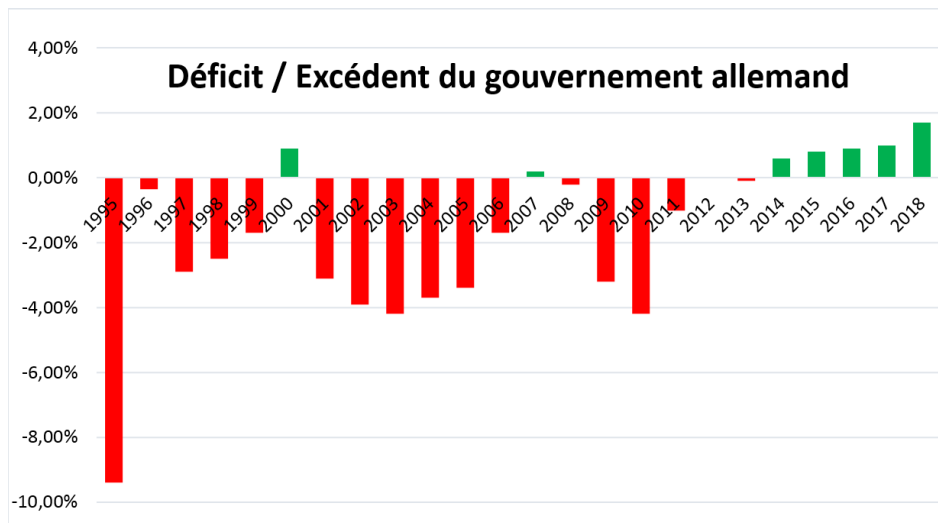
Passons maintenant au déficit budgétaire des pays du Sud de la zone euro. Les différents soldes budgétaires des gouvernements sont présentés dans les graphiques suivants. Sur la période allant de 1995 à 2008, la situation financière des gouvernements ne s'est pas améliorée. L'Espagne et l'Irlande font toujours figure d'exception dans le rang des pays du Sud, mais cela est principalement due à la nature de la crise qu'il les toucha fin-2008. Nous décrivons plus loin leur situation globale respectives, et donc le choix de les inclure dans le groupe du Sud, et surtout les raisons de l'intervention de la Troïka. Pour ce qui est de la tendance générale, la Grèce, le Portugal et l'Italie n'ont pas réussi à dégager d'excédent ou d'équilibre, et n'ont pas su se conformer au critère de Maastricht sur la majorité de la période. On constate, comme dans le cas de la dette publique, une relative stabilité des niveaux de déficit par rapport à leurs historiques d'avant 1999. Pour le dire encore plus clairement, le statut de l'Etat dans l'économie de ces pays ne semble pas avoir été grandement modifié depuis 1995. Or c'est potentiellement cela que l'on s'attend à constater lorsqu'on imagine une convergence relative vers les modèles économiques des pays du Nord. Mettre peu à peu en place une discipline budgétaire générale, confier différents domaines au secteur privé, telles sont quelques exemples des réformes qui s'inscrivent dans la lignée des exigences économiques européennes. Visiblement, il n'y a pas eu beaucoup de convergence sur le plan des comptes étatiques. Une fois de plus, le niveau des soldes budgétaires n'apparaît pas comme la raison de la fulgurante convergence des taux.

Graphique 6 : évolutions des déficits / excédents en zone euro



Pour apporter quelques nuances à ce thème des comptes publics, nous pouvons mentionner brièvement que l'Allemagne, l'Autriche et la France n'ont pas non plus respecté le critère de Maastricht pendant certains exercices. La France maintient son déficit à des niveaux avoisinant les 4 % sur la période, là où l'Autriche et l'Allemagne font peu à peu régresser leurs déficits. La tendance de ces déficits sur 10 ans est donc plus stable aussi pour les pays du Nord, avec un léger penchant pour la réduction jusqu'en 2008 du moins.

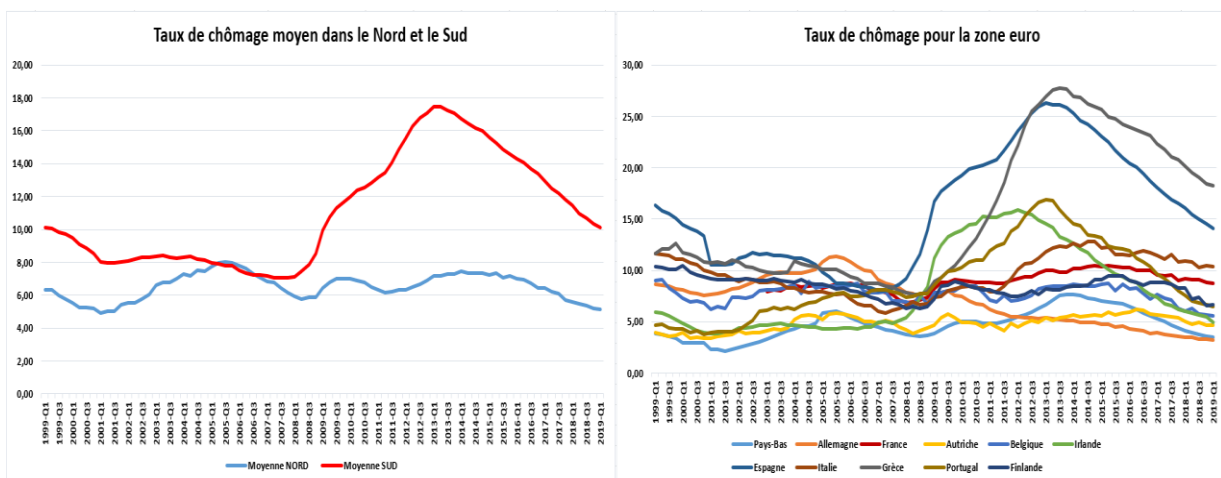
Graphique 7 : évolutions des déficits / excédents du gouvernement allemand



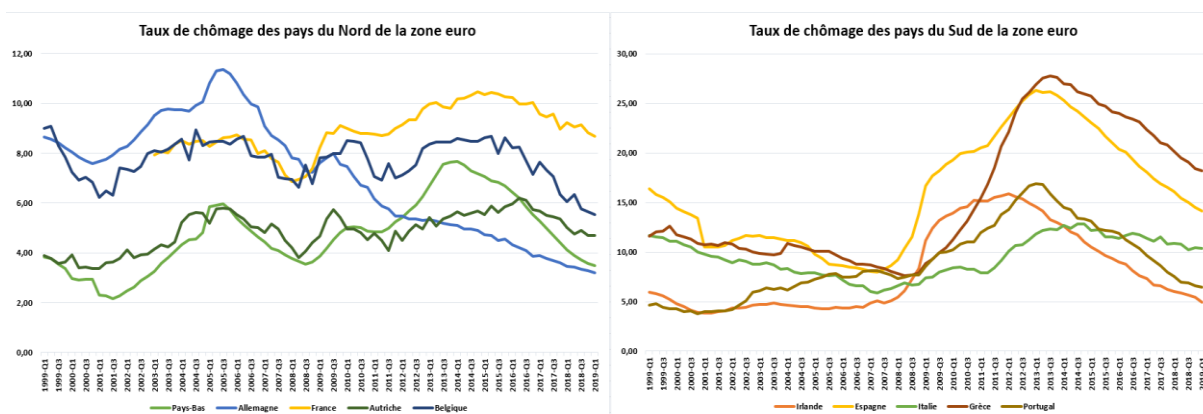
Source : OCDE, Trading Economics

La statistique suivante est celle du taux de chômage. En moyenne, le chômage baisse dans les pays du Sud pour atteindre son niveau le plus bas à 7.07 % en avril 2007. Cette fois-ci, nous sommes plutôt en face d'une relative convergence sur la période 1999-2008. L'Espagne rafle la médaille d'or de la meilleure baisse avec -8.41 % entre 1999 et avril 2007, suivie par l'Italie avec une baisse de 5,87 %. Seul le Portugal voit son taux de chômage s'élever sur l'ensemble de la période. Certes le pourcentage de travailleurs sans emploi est resté en moyenne supérieur dans le Sud, mais la tendance est bien à l'alignement par un puissant retour à l'emploi. Comment cette baisse du chômage affecte-t-elle la situation d'un gouvernement pris au hasard ? Une réduction des personnes sans activité fait mécaniquement baisser le montant des indemnités qui leur sont versées par les organismes de redistribution. Ajoutons que dans le même temps, l'activité a dû reprendre du poil de la bête ce qui n'est pas pour déplaire aux comptes publics. Ce mouvement simultané laisse présager un déficit moins conséquent et une dynamique positive, rassurant ainsi les prêteurs de fonds. L'amélioration des niveaux de chômage dans le Sud a sûrement joué dans la réduction des taux longs souverains, et donc aussi dans leur convergence avec ceux du Nord.

Graphique 8 : évolutions des taux de chômage dans la zone euro.



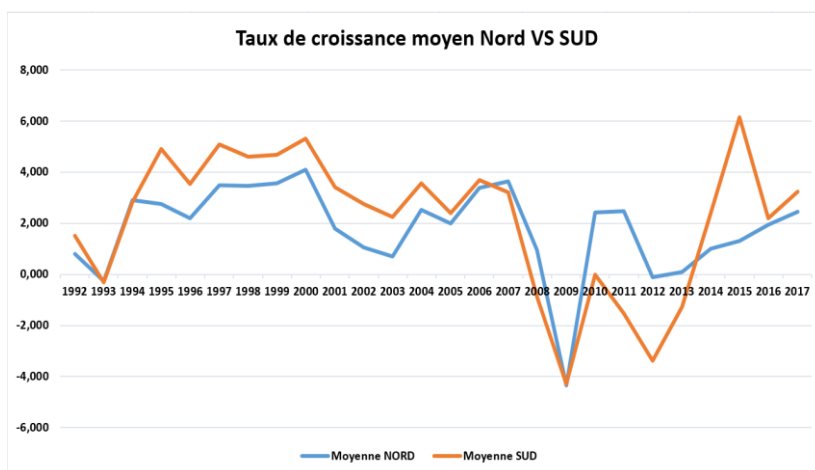
Graphique 9 : Décomposition des taux de chômage pour le Nord et le SUD de la zone euro.



Source : Eurostat, OCDE, Trading Economics.com

Ces bonnes performances des pays du Sud côté-emploi sont assez compréhensibles car, comme on le voit sur le graphique suivant, en moyenne le taux de croissance du PIB était plus fort dans le Sud. L'activité y a crû plus rapidement, et cela depuis 1994, pour ensuite rejoindre le taux moyen des pays du Nord en 2007, juste avant la récession de 2008. Sur ce plan précis, nous retrouvons l'once de convergence précédemment mentionnée. Cette dynamique de développement explique en partie la forte réduction du chômage pour certains membres du groupe du Sud. Des secteurs particulièrement dynamiques comme la construction suffisent à eux seuls à expliquer la majorité des postes créés dans le Sud. Cependant cette bonne nouvelle cache une bulle de l'immobilier, dont nous aurons l'occasion de reparler plus loin.

Graphique 10 : évolution des taux de croissance en zone euro, distinction Nord-Sud

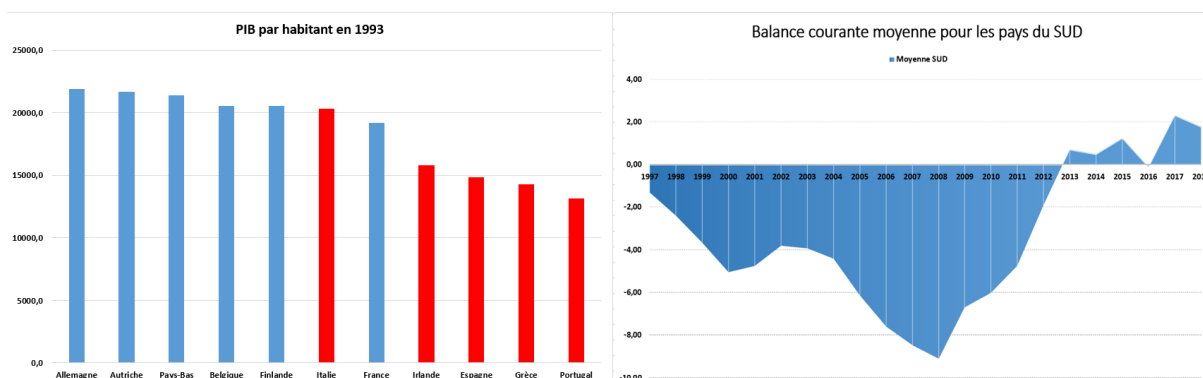


Source : Eurostat, OCDE

Le potentiel d'investissement était plus important dans ces pays, par rapport à ceux du Nord. Pays possédant des niveaux de PIB par habitant quasiment tous supérieurs à ceux du Sud en 1993, situation qui se poursuit également par la suite avec l'entrée dans l'euro. Les entreprises et les ménages ont bien évidemment profité de la baisse des taux d'intérêts pour s'endetter à des taux avantageux, donc investir, ce qui provoqua cette forte croissance, comme peut en témoigner le niveau de la balance courante de 1997 à 2013. En effet, les pays du Sud ne sont pas en mesure de satisfaire l'intégralité de la demande intérieure de biens et services qui leur est adressée.

Le niveau de diversification du tissu d'entreprise est en moyenne plus faible dans les pays moins riches, comme en témoignent plusieurs indicateurs, notamment l'indice de complexité de Harvard, (dont nous reparlerons plus loin), donc les importations augmenteront spontanément pour satisfaire les besoins des projets d'investissements. Pour le dire autrement, peu de pays produisent tout ce dont leur développement a besoin (ce qui est parfaitement logique, puisque c'est également le cas pour d'autres pays beaucoup plus développés, mais dans une moindre mesure). On observe donc l'apparition d'un solde déficitaire structurel, signe d'un fort investissement intérieur dont les composantes intermédiaires (matières premières, machines-outils, produits semi-finis, etc ...) sont produites dans d'autres pays. Ce solde déficitaire ne fera que se creuser sur la période 1997-2008, jusqu'à atteindre son niveau le plus bas en 2008 avec 9.11 %. Le cataclysme Subprimes mit un net coup d'arrêt à cette dynamique d'investissement et de croissance globale. Preuve en est l'explosion des taux de chômage post-2010, ce qui résorba le déficit de la balance courante.

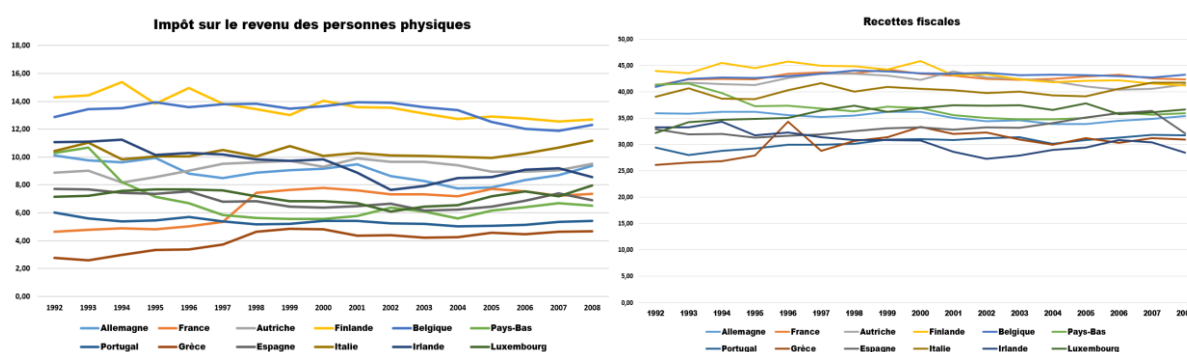
Graphique 11 et 12 : PIB par habitant dans la zone euro, et balance courante des pays du Sud



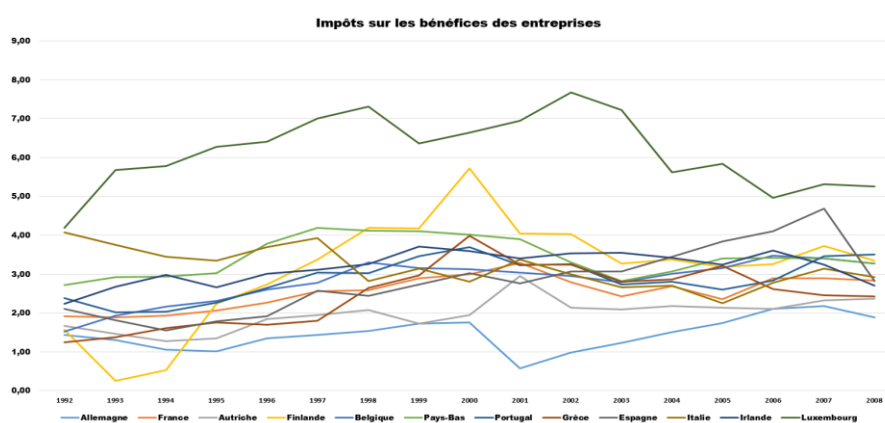
Source : OCDE, FRED St. Louis

Pour clôturer ce bref tour d'horizon sur la convergence économique, il nous reste les variables aux mains de « Sa Majesté l'Etat » : les prélèvements obligatoires, et les politiques de redistribution. Le constat est rapide, les modèles sociaux n'ont pas été refondus pendant la période d'expansion, ni pour les pays du Sud, ni pour ceux du Nord. C'est même plutôt le contraire qui a eu lieu, puisque les réformes d'austérité, assainissement des comptes publics, privatisations, flexibilisation du marché du travail, furent préconisés après la crise de 2008, et présentés comme remèdes à la crise des dettes souveraines. Voici trois graphiques qui présentent l'évolution des différents taux d'imposition pour les pays de la zone euro sur la période 1997-2008. Chaque pays garde la main sur ces choix en matière d'imposition, il n'y a aucun signe d'une quelconque confluence, avec des différences allant du simple au double. Des variations sont clairement visibles mais aucun mouvement ne semble coordonné, et les tendances sont bien plus à la stabilité qu'au changement radical.

Graphique 13 : évolutions des variables fiscales en zone euro.



Source : OCDE^{12, 13}



Source : OCDE¹⁴

Des voix continuent aujourd'hui de se faire entendre à travers l'Union Européenne pour réclamer plus de convergence économique surtout sur le plan fiscal, malgré l'évidente sensibilité politique du sujet. La présence de tel pays qualifié de « paradis fiscal » désynchronise grandement les dynamiques communes initiées par les pays membres, et un alignement au moins partiel serait une prouesse pour le processus de convergence économique de l'UE. Sous la plume de certains auteurs, c'est même l'ultime défi qu'elle doit relever pour parachever son fonctionnement. La structure fiscale des pays de la zone euro n'a pas convergé vers un modèle commun sur la période 1997-2008, cette composante économique fondamentale n'est donc pas responsable de la convergence des taux d'intérêts nominaux.

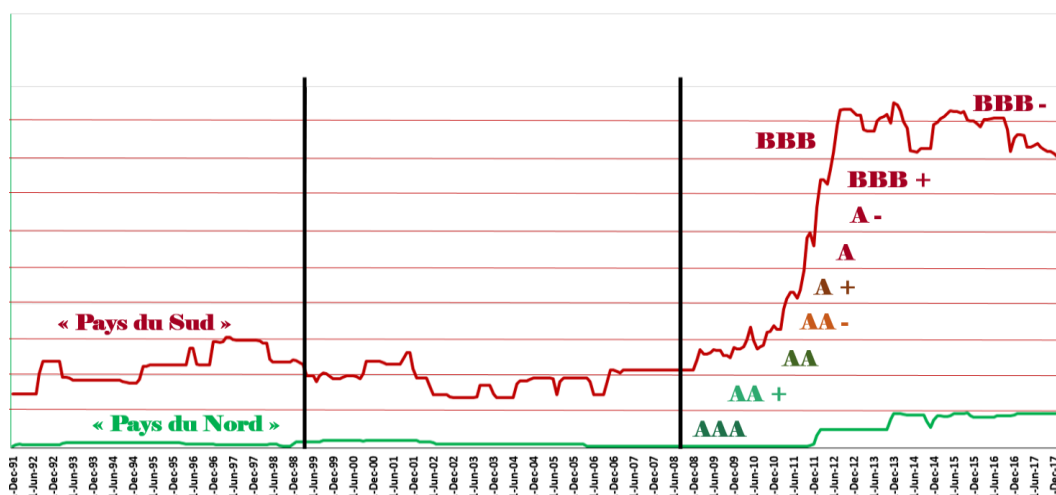
Pour appuyer la crédibilité de nos propos, nous pouvons faire appel au traitement qu'accordèrent les agences de notations aux différents pays du Sud sur la période de tunnel. Les notes sont censées fournir une approximation du risque de non-remboursement de l'emprunteur, notes qui serviront de référence pour certains fonds de placements. Le graphique suivant présente l'évolution moyenne des notations fournies par Standard's & Poor's, Moodies et Fitch, pour les pays du Nord et du Sud de la zone euro. Sur l'intégralité de la période 1992-2017, les notes des pays du Sud sont restées supérieures à celle des pays du Nord, en moyenne de deux unités. L'écart n'est certes pas abyssal, mais il n'est pas inexistant pour autant. En d'autres termes, un investisseur qui prend en considération ces notes était conscient de la différence de solvabilité entre nos deux groupes de pays. Différence qui devrait engendrer des taux à longs termes différents, donc des spreads accrus émanant des primes de risques différentes.

¹² L'impôt sur le revenu des personnes physiques désigne les impôts prélevés sur le revenu net (revenus bruts diminués des déductions fiscales autorisées) et les plus-values des personnes physiques. Cet indicateur se rapporte à l'administration dans son ensemble (tous niveaux d'administration) et est mesuré en pourcentage du PIB et du total des recettes fiscales.

¹³ Les recettes fiscales sont définies comme les recettes provenant des taxes sur le revenu et les bénéfices, des cotisations de sécurité sociale, des taxes perçues sur les biens et services, des taxes sur les salaires, des taxes sur la propriété et le transfert de propriété et d'autres taxes. Le total des recettes fiscales en pourcentage du PIB indique la part de la production d'un pays qui est collectée par le gouvernement au moyen de taxes. Cela peut être considéré comme une mesure de la mesure dans laquelle le gouvernement contrôle les ressources de l'économie. La charge fiscale est mesurée en prenant le total des recettes fiscales perçues en pourcentage du PIB. Cet indicateur concerne l'ensemble des administrations publiques (tous les niveaux d'administration) et est mesuré en millions de dollars US et en pourcentage du PIB.

¹⁴ L'impôt sur les bénéfices des sociétés est défini comme les impôts prélevés sur les bénéfices nets (revenu brut moins allègements fiscaux admissibles) des entreprises. Il couvre également les impôts prélevés sur les plus-values des entreprises. Cet indicateur concerne l'ensemble des administrations publiques (tous les niveaux d'administration) et est mesuré en pourcentage à la fois du PIB et de la fiscalité totale.

Graphique 14 : analyse des notations moyenne entre Nord et Sud de la zone euro



Source : Trading Economics, Standard's And Poor's, Fitch, Moodies. Graphique pensé et réalisé par Gilles Mitteau.

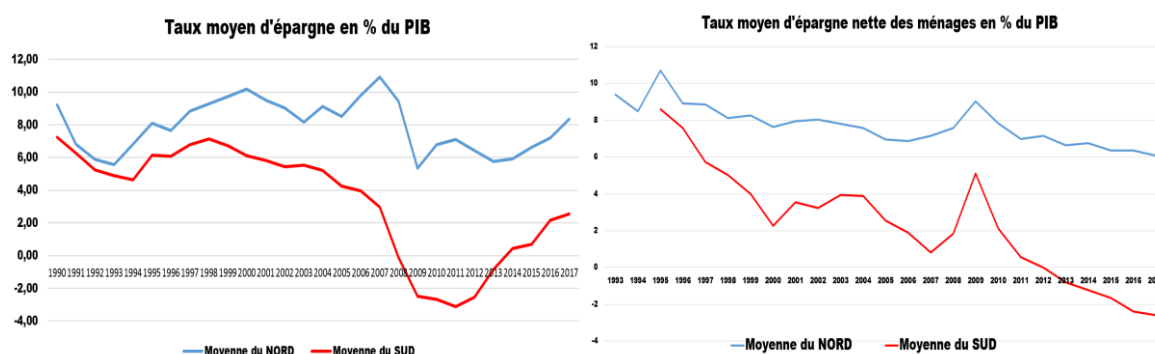
Nous pouvons à présent admettre qu'à part sur le taux de chômage, aucun signe de convergence économique significative n'a été détecté. Les quelques dispositions qui soutiendraient potentiellement l'hypothèse de synchronisation des économies européennes ne sont tout simplement pas suffisantes pour justifier la baisse du taux souverain italien à 10 ans de 13 % en 1992 à 3.3 % en 2005, ni du taux grec de 10.44 % en 1998 à 3.6 % en 2006. La baisse des taux nominaux longs en zone euro a bien eu lieu, mais on ne peut décemment pas l'attribuer à un alignement des futurs participants à la monnaie unique sur un modèle économique commun, où l'homogénéité est la norme.

S'il n'y a pas eu de convergence économique significative entre les pays, quels sont les facteurs qui justifient cette convergence des taux ? Pourquoi les critères d'analyses traditionnels ont-ils été relégués à l'arrière-plan dans la détermination des primes de risques respectives ? Comment des pays dont la situation s'est détériorée ont-ils pu emprunter à des taux toujours plus bas ? L'origine de cette diminution conjointe de tous les spreads ne réside pas dans un seul facteur mais bien dans l'alliance de plusieurs phénomènes dont la dynamique s'accorde parfaitement. Même si la baisse des taux longs fut amorcée avant 1995, principalement via la ratification des traités, la convergence n'atteint son stade final qu'après 2000. La création de la zone euro, avec ses choix et ses ambitions, politiques comme économiques, explique en très grande partie le niveau surprenant des spreads de taux. Par quels canaux l'instauration de la monnaie unique a-t-elle permis un tel resserrement des taux d'emprunts à long terme ?

Commençons par le plus évident : l'élimination du risque de change. Son importance dans les choix d'investissement des multiples acteurs de l'économie n'est plus à démontrer. La situation de plusieurs pays émergents sert aujourd'hui toujours d'exemple pour cerner l'importance du risque de change dans la dynamique d'investissement d'une économie. L'incertitude à long terme fait facilement rebrousser chemin à des entreprises ou à des fonds étrangers, les crises de changes, aussi appelées « *sudden-stops* », peuvent en un rien de temps muter d'un simple coup de frein en une spirale récessive. Des taux qui montent en flèche, des difficultés qui s'accumulent pour le gouvernement, et des risques qui se multiplient pour l'économie entière, voici l'effrayant cocktail qui s'est avéré particulièrement douloureux pour certains pays. L'élimination pure et simple du risque de change est pour beaucoup dans la réduction des spreads dans la zone euro.

Et c'est cette fin des incertitudes sur le change qui amena à la seconde raison de la convergence des taux : l'euro a permis une libération de l'épargne. En effet, les pays du Nord possèdent un tissu d'épargnants plus consistant que dans le sud, du fait notamment de son niveau de richesses plus élevé et de certains facteurs culturels. Sur la période allant de 1990 à 2017, les pays du Nord devançaient largement les pays du Sud en termes de taux d'épargne. Le taux d'épargne moyen net des ménages dans les pays du Nord est resté plutôt stable sur la période, en moyenne une différence de 4.32 %. Constat globalement similaire pour le taux d'épargne dans les pays du Nord : en moyenne l'épargne y est bien plus abondante, avec un écart qui s'accroît sur la période 1994-2016.

Graphique 15 : évolutions des taux d'épargne en zone euro, entre Nord et Sud



Source : OCDE¹⁵,¹⁶ Eurostat

Ces sommes épargnées demeuraient plutôt investies dans leurs pays respectifs, où pouvaient se développer quelques pénuries de projets lucratifs. Les effets positifs espérés de la monnaie unique ne se firent pas attendre, et l'épargne vint rapidement se répartir dans les pays du Sud. Les incitations fiscales et juridiques jouèrent également un rôle important dans l'allocation de ce stock d'épargne, la libre circulation des capitaux ayant bien fait son travail. Les pays du Nord financèrent grandement les projets d'investissement et de développement des pays du Sud, ce qui fut une excellente opportunité pour les gérants de fonds de diversifier internationalement les portefeuilles. Cette affluence côté offre de fonds prêtables initia une mécanique de baisse des taux soutenue sur le marché européen, rapprochant ainsi les taux longs des pays du Sud vers ceux du Nord. L'abondance de l'offre de fonds en manque d'opportunités vient en quelque sorte inhiber les critères de risques traditionnels, mais ne les rend pas caducs. On commence ici à appréhender la notion de changement progressif des pondérations des variables, intervenant dans le calcul d'une prime de risque.

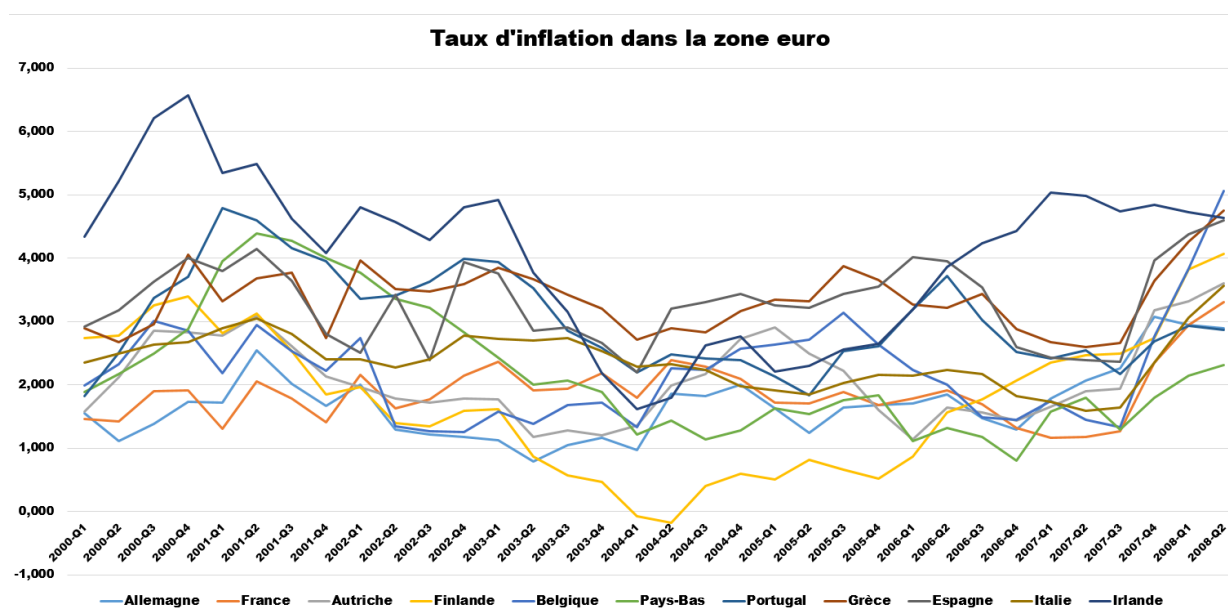
¹⁵ L'épargne est égale à la différence entre le revenu disponible (ajusté des variations des droits nets sur les retraites professionnelles) et les dépenses de consommation finale. Elle reflète la part du revenu disponible qui est utilisée, avec les éléments du passif, pour acquérir des actifs financiers et non-financiers. Le taux d'épargne présenté ici, correspond à l'épargne nette, c'est à dire déduction faite de l'amortissement, en pourcentage du Produit Intérieur Brut (PIB). Les données sont basées sur le Système de Comptabilité Nationale de 2008 (SCN 2008) pour tous les pays de l'OCDE.

¹⁶ L'épargne nette des ménages désigne le revenu net disponible des ménages, ajusté de la variation de leurs droits à pension et diminué de leurs dépenses de consommation (les ménages couvrent également les institutions sans but lucratif au service des ménages). L'élément d'ajustement de la variation des droits à pension correspond à l'épargne (obligatoire) des ménages, accumulée dans le cadre des régimes de pension liés à l'emploi. L'épargne des ménages est la principale source intérieure de financement des dépenses en capital, moteur essentiel de la croissance économique à long terme. Le taux d'épargne net des ménages correspond au montant total de l'épargne nette en pourcentage du revenu disponible net des ménages. Il donne la part du revenu qui est épargnée par les ménages et qui accroît leur richesse nette. Les données sont basées sur le Système de Comptabilité Nationale de 2008 (SCN 2008) pour tous les pays de l'OCDE et par conséquent les données sont comparables entre pays.

Certes la dette publique grecque ou italienne ne s'est pas réduite depuis l'entrée dans la zone euro, mais dans un climat où les possibilités d'investissement se font plus nombreuses dans ces pays, ces informations sur la santé financière du gouvernement ne sont plus en pole position pour réduire l'offre de fonds s'adressant à ces pays. Cette pression côté offre fait bel et bien baisser les taux longs pour les pays du Sud.

Toujours dans cette perspective liée au placement de l'épargne, le calcul des primes d'inflation a subi un changement après l'entrée dans la zone euro. Rappelons encore une fois qu'un épargnant souhaite obtenir un taux de rendement qui puisse amortir la perte de pouvoir d'achat de son capital lié à l'augmentation du niveau général des prix. Or cette dépréciation est toujours calculée nationalement. Un épargnant allemand souhaite être protégé de l'inflation allemande, pas de celle de l'Italie. Intuitivement, on s'attendrait donc à retrouver cette pluralité des niveaux d'inflation transparente dans les taux d'intérêts, ce qui n'est visiblement pas le cas pendant la phase de tunnel. Or comme on le constate sur le graphique suivant, les taux d'inflation dans la zone euro étaient bien différents sur l'ensemble de la période sans tendance particulière, si ce n'est que l'inflation dans les pays du Sud était en moyenne légèrement plus élevée que dans le Nord. La dispersion d'inflation entre les pays est nettement supérieure à celle des taux longs. Cette intuition est correcte mais elle présuppose que les différentes épargnes sont parfaitement séparées les unes des autres, chacune dans son compartiment dédié, que ceux qui prêtent à l'état irlandais ne prêtent que des fonds originaires d'un seul pays, donc à un taux conçu pour amortir l'inflation de ce même pays. Mais l'arrivée de la monnaie unique remet en question cette hypothèse.

Graphique 16 : évolutions des taux d'inflation dans la zone euro



Source : OCDE, Trading Economics

En effet, les organismes de placements ont peu à peu collecté l'épargne de ménages venant de tous les pays de la zone euro, ce qui suffit à changer le mode de calcul de la prime d'inflation. Les gérants de fonds furent placés dans une position un peu plus délicate car à présent ils ne pouvaient plus couvrir individuellement les niveaux d'inflation des différents épargnants. Comme nous l'avons mentionné précédemment, ce phénomène a été en partie accentué par l'élimination des risques de change ainsi que du besoin de financement important dans les pays du Sud. Ce regroupement international des fonds à placer modifia le mode de calcul de la prime de risque.

Il n'y eut plus une prime d'inflation unique pour chaque pays fournisseur de fonds, mais plutôt une prime d'inflation moyenne destinée à couvrir la perte moyenne de pouvoir d'achat dans la zone euro, avec une pondération particulière accordée aux épargnants du Nord, compte tenu de leur importance dans le total. Ici le déterminant des spreads demeure fondamentalement inchangé, les investisseurs souhaiteront toujours se protéger de l'inflation, c'est simplement son mode d'appréciation et de calcul qui se trouve modifié dans le cadre de la zone euro.

Comment nous l'avons indiqué en préambule, dans un contexte de libre circulation des capitaux, la loi de l'offre et de la demande règne sans partage sur la détermination des primes de risques. Or il existe tout un pan de la demande (de titres de dettes souveraines) permettant d'expliquer encore plus précisément la période de tunnel. Pour cela, il faut comprendre comment s'articulent les différents acteurs des marchés financiers, notamment la place des banques. Leur implication dans le fonctionnement des marchés a réellement changé depuis plusieurs décennies. Leurs activités tout comme leurs financements sont devenus très diversifiés et transfrontaliers. Le financement direct sur les marchés a petit à petit pris le pas sur la méthode traditionnelle de financement, à savoir les dépôts de la clientèle. On parle alors fréquemment de « financiarisation des bilans. » Cette modification s'accompagne de fait d'une dépendance accrue à la direction que prendront les marchés sur lesquels elles se sont engagées. Tous ces facteurs se voient amplifiés dans une certaine mesure pour les banques des pays les plus développés, donc par la même occasion les banques européennes.

Comme le laissent penser leurs bilans, les banques sont soumises à des besoins colossaux de financement, et cela sur plusieurs maturités. Elles ont en effet recours à un effet de levier particulièrement élevé, certes soumis à diverses réglementations, dont le but est évidemment d'augmenter la rentabilité des divers postes d'activités. Tout l'enjeu pour Banco Santander ou Crédit Agricole, est de réduire au maximum la charge d'intérêts associée à ces emprunts. Premier as dans leur manche : emprunter sur de très courtes durées, sur quelques semaines, voir sur quelques jours. Sur ces segments d'emprunts, les primes de risques sont proportionnelles à la maturité du prêt. Emprunter sur 5 ans est plus risqué que sur 15 jours. Donc si la solvabilité de l'acteur en question est suffisamment robuste, autant essayer d'emprunter sur des maturités très courtes, et faire ainsi baisser son coût de financement. Le deuxième as pour faire la paire réside dans le nantissement de ces emprunts par un actif financier, on parle dans ce cas de montage de type « Repurchase Agreement ».

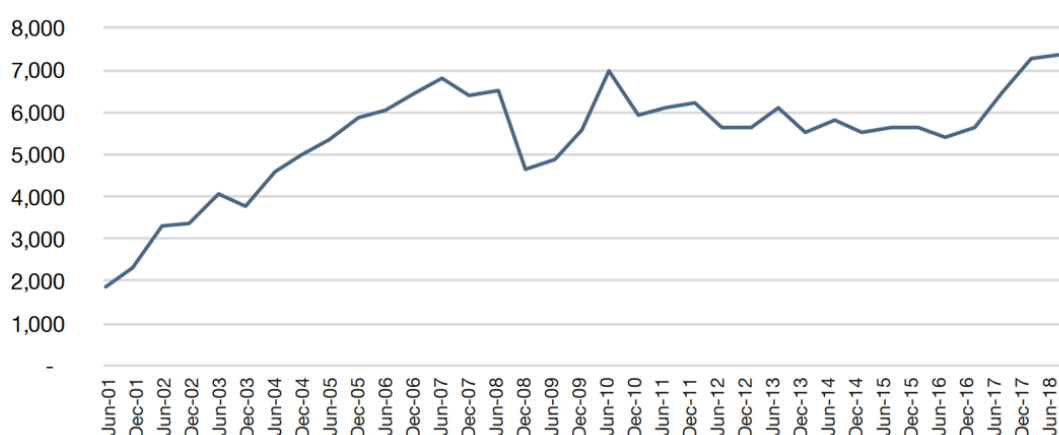
Les contrats de type Repurchase Agreement sont une aubaine pour les banques dans leur interminable quête de fonds peu onéreux. Pour bénéficier d'un taux encore plus avantageux, elles vont fournir une garantie au prêteur des fonds afin de réduire la prime de risque demandée. Tout le défi consiste donc à avoir en sa possession un actif de qualité suffisante à proposer au prêteur, actif qu'il pourra immédiatement revendre en cas de défaut de l'emprunteur. On parle généralement de « motif collatéral » pour désigner ce besoin fondamental des banques d'obtenir des titres sûrs pour le nantissement des emprunts. Vers quels actifs faut-il se tourner pour suffisamment rassurer le prêteur des fonds ? Une bonne garantie doit remplir deux conditions : une excellente liquidité et une grande qualité. En général, les titres souverains notés AAA par les agences de notations sont la norme en termes de garanties. Les exemples les plus évidents sont les titres de dettes américaines, suisses, britanniques ou allemandes, avec un risque de défaut insignifiant et une liquidité très satisfaisante. Le marché des obligations des pays les plus développés remplissait donc bien ce rôle car il servait de stock de garanties solides pour qui en avait besoin. Cependant les actifs remplissant cette exigence de qualité ne sont certainement pas illimités et accessibles en un tour de main, et ils peuvent vite se faire rares compte tenu des sommes en jeu. Cette rareté se voit encore renforcée par la taille gigantesque des bilans des banques universelles. Dans la zone euro, la solution à ce problème fut réglementaire.

Pour retirer cette épine du pied des banques, la Commission européenne apporta son soutien au début des années 2000 en facilitant la prise en garantie des obligations européennes sur un pied d'égalité, car cela jouait en faveur de la convergence économique et de l'innovation. La raison de la future popularité grandissante des transactions basée sur les contrats de Repurchase Agreement se trouve ici : les régulateurs voyaient cette méthode de financement comme une corde supplémentaire à l'arc du système bancaire, qui mettait peu à peu en place sa transition vers le financement sur les marchés. Ce type d'interrogations sur l'autorisation, ou non, d'une pratique financière est tout à fait classique pour les régulateurs. L'innovation financière est toujours souhaitable, mais elle ne se fait jamais sans risque, d'où la nécessité d'une régulation, qui ne doit ni être trop laxiste, ni trop contraignante. Pour le cas du REPO, cette pratique financière cumulait beaucoup d'avantages sur le plan de la gestion des risques : une amélioration de la liquidité des titres souverains, une réduction du risque pour les prêteurs les plus frileux, et des fonds disponibles facilement pour les banques.

Pour mieux comprendre cette notion de niveau de liquidité des titres à travers le REPO, on peut séparer les investisseurs en deux profils caricaturaux : fidèles et impatients. Le premier profil est un investisseur tout ce qu'il y a de plus classique, au sens où il est acheteur de titres obligataires qu'il conserve jusqu'à échéance, ou au moins sur une longue période. Ce type d'investisseur ne cherchera donc pas à se défaire de ces titres, à moins évidemment d'un retournement majeur. Pour faire simple : une stratégie de long terme en « buy and hold ». Le deuxième type d'investisseur est qualifié d' impatient car il ne cherchera pas à conserver l'obligation en question sur de très longues périodes, et réévalue quotidiennement la valeur de son portefeuille. Il adoptera des stratégies plus volatiles d'achat-vente beaucoup plus fréquemment, et n'hésitera pas à s'extraire du marché beaucoup plus facilement que le profil fidèle. Enfin les stratégies de type REPO sont évidemment à très court terme, donc plutôt facilitées par ces investisseurs impatients et fugaces. Ces deux types d'investisseurs sont dans l'ensemble plutôt utiles, voir complémentaires, car une base diverse d'investisseurs et de modes de financement réduisent les coûts de sorties pour les banques, liés à une exposition trop importante sur certains titres. Ici il est intéressant de noter que les acteurs détenant des obligations jusqu'à leur échéance sont perçus comme une sorte de frein à la liquidité, et à la performance du marché. On peut donc en inférer l'idée suivante : un marché ne s'améliore qu'avec une augmentation proportionnelle du risque de contagion sur ces derniers. Les acteurs qui utilisent des obligations souveraines en guise de véhicules intermédiaires pour entreprendre une action X ou Y ultérieure améliorent de fait la liquidité du marché, mais au prix évident d'une épidémie foudroyante en cas de défaut du sous-jacent.

En outre, tout un jeu de conditions extérieures s'est peu à peu mis en place afin de faciliter les pratiques financières des banques en matière de garanties via les titres de dettes européennes. Pour citer le plus important, la constitution d'un portefeuille de garanties permet de ne pas dépendre des évaluations en « market-to-market », qui sont toujours plus volatiles. Ici ce sont les directives comptables qui encouragent les banques à pourvoir des titres souverains pour satisfaire leurs besoins de financement dont l'importance n'est plus à prouver. Comme on le voit sur le graphique suivant, les contrats de type REPO se sont véritablement démocratisés depuis les années 2000 en Europe. Rien d'anormal puisqu'il constitue une superbe opportunité pour de nombreux agents financiers, fonds de placements, hedges-funds, etc ...

Graphique 17 : taille estimée du marché des garanties en REPO en Europe



Source : International Capital Market Association: European Repo Market Survey. Number 35 - Conducted June 2018 Published October 2018

Les ambitions politiques de construction européenne firent également irruption dans le champ économique afin de favoriser cette pratique qui s'inscrit dans un processus plus global de convergence. Le vaste besoin de financement bancaire via des contrats Repurchase Agreement avec garanties intra-européennes était le marteau avec lequel la Commission européenne souhaitait forger une intégration européenne forte et durable. Gabor et Ban résumant parfaitement cette situation dans ce passage de leur article :

« La croissance rapide des marchés européens des pensions de titres accompagnant les banques transnationales ne pouvait pas être soutenue par la politique budgétaire conservatrice du principal souverain, l'Allemagne (Bolton et Jeanne, 2011). La Commission européenne a proposé de remédier à la pénurie par des réformes réglementaires (The Giovanni Group 1999). Elle a introduit une législation visant à atténuer les contraintes juridiques liées à l'utilisation transfrontalière des garanties, et à garantir un traitement égal de la dette souveraine de la zone euro dans les opérations de pension (Hordhal et King, 2008). L'intention était de transformer les marchés obligataires des États souverains non essentiels en marchés collatéraux, et de tirer ainsi parti des forces de l'innovation financière pour le projet européen d'intégration financière. »

Et ce noble projet fût couronné de succès puisque selon la BRI, l'écrasante majorité des dettes des pays du Sud, auparavant privées du statut de garanties éligibles, furent très largement utilisées dans des montages Repurchase Agreement. Le motif de garantie s'imposa comme une évidence sur les marchés obligataires. La rupture fondamentale eut alors lieu sur les marchés de la dette d'état en zone euro. Premièrement, le statut d'une obligation d'état changea radicalement, d'un produit de dette classique permettant le gain d'intérêts en une forme de véhicule hybride de placement intermédiaire, utilisable comme moyen de se financer pour encore moins cher pour les banques, et comme opportunités de gain pour d'autres investisseurs. On s'arrache les titres éligibles comme garanties pour des montages en REPO. La demande de titres souverains en zone euro s'est métamorphosée. Une modification aussi profonde de la demande influence évidemment les taux d'intérêts qui rendent compte des dynamiques de placements. La très grande demande de garantie de qualité, jusqu'ici encore inassouvie, se matérialisa enfin en zone euro. Les banques ne se firent pas prier pour acheter, ou à la rigueur pour trouver, de la dette souveraine. Tout le monde souhaite acquérir de la dette souveraine, et il est facile de s'en procurer sur le marché primaire comme secondaire.

On se retrouve donc face à un déséquilibre côté demande qui ne va pas rester sans effet sur les taux d'intérêts. La forte demande fait monter le prix de ces obligations, donc leur taux baisse.

Deuxièmement, il y eut une uniformisation de la demande pour tous les gouvernements de la zone euro. Ce second mouvement est en parfaite continuité avec son aîné, puisque, comme nous l'avons dit, les titres souverains ne sont plus des actifs classiques mais des véhicules intermédiaires de financement. Les obligations de tous les pays de la zone euro devinrent interchangeables à souhait et demandés de tous côtés par une multitude d'agents économiques. Les titres de dettes grecs ou italiens jouissent à présent du même prestige que ceux de l'Allemagne, et sont acceptés en garanties par énormément de prêteurs de fonds. Cette dynamique globale engendra logiquement une relégation au second plan des critères d'analyses traditionnels dont nous avons parlé, car leur place dans le calcul des primes de risques n'était plus aussi importante. A l'instant où une obligation souveraine est éligible pour le nantissement d'un emprunt, donc pour un montage de type REPO, elle se fonde sans difficulté dans la masse de ses consœurs, et se voit donc flanquée d'un taux d'intérêts presque identique.

Ce double mouvement en cisailles, besoin gigantesque de collatéral et uniformisation de la demande, écrasa les spreads entre pays jusqu'à les réduire à peau de chagrin. Les investisseurs impatients pouvaient acheter de la dette espagnole ou italienne pour ensuite la revendre ou la prêter, à un bon prix aux banques. Ces perspectives d'investissement offrent un éventail de choix plus ample pour les pourvoyeurs potentiels de la dette souveraine, qui y voient un risque de liquidité moindre. Qui dit risque moindre, dit prime de risque associée plus faible. Les banques de leur côté ont peu à peu constitué de copieuses portefeuilles de garanties, très largement garnis de dettes souveraines européennes, disponibles pour se financer sur de courtes périodes en plus du versé des intérêts. La convergence des taux atteint son accomplissement quasi-terminal avec des primes de risques uniformisées pour tous les gouvernements de la zone euro, faisant ainsi apparaître des taux d'intérêts quasi-égaux pour tout le monde, donc des spreads négligeables. La loi de l'offre et de la demande assoit confortablement sa domination. Ici ce sont les marchés financiers qui permettent de comprendre le mouvement général des taux, donc des spreads.

Pour clore cette section, il faut mentionner un phénomène, tristement connu lors des analyses du système économique et bancaire contemporain, qui a potentiellement joué dans la détermination des taux : « *too big to fail*. » Rappelons tout d'abord que la Banque Centrale Européenne, conformément au modèle conservateur allemand, ne peut intervenir pour porter directement secours aux gouvernements en difficulté. Cette volonté de neutralité se trouve synthétisée dans l'article 123 du Traité du fonctionnement de l'Union Européenne qui stipule :

Article 123 (ex-article 101 TCE)

1. Il est interdit à la Banque centrale européenne et aux banques centrales des États membres, ci-après dénommées « banques centrales nationales », d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux institutions, organes ou organismes de l'Union, aux administrations centrales, aux autorités régionales ou locales, aux autres autorités publiques, aux autres organismes ou entreprises publics des États membres ; l'acquisition directe, auprès d'eux, par la Banque centrale européenne ou les banques centrales nationales, des instruments de leur dette est également interdite.
2. Le paragraphe 1 ne s'applique pas aux établissements publics de crédit qui, dans le cadre de la mise à disposition de liquidités par les banques centrales, bénéficient, de la part des banques centrales nationales et de la Banque centrale européenne, du même traitement que les établissements privés de crédit.

Engagement strict que ne se sont pas engagées à tenir les autres banques centrales du monde (toutes proportions gardées, cela va de soi). Et si cette volonté n'avait pas été crédible aux yeux des acteurs des marchés financiers ? L'une des autres raisons qui auraient poussé les investisseurs à mettre au second plan certaines données (dette, déficit, etc ...) a pu être leur faible croyance dans cette non-intervention sur laquelle la BCE s'est engagée. Une forte partie des investisseurs aurait donc accepté de prêter leurs fonds à des taux équivalents, autant à la Grèce qu'à l'Allemagne, car ils anticipaient un revirement de la part de la BCE, qui, sous la menace d'un défaut en catastrophe et d'une réaction en chaîne, aurait été obligée de déroger à ces règles et de venir en aide aux gouvernements embourbés. Pour ces investisseurs, un défaut sur une partie de la dette d'un pays aurait largement suffi pour déstabiliser sérieusement des grandes banques d'investissement ou des fonds de placements à long terme. Compte tenu de la faible capitalisation de certaines entités financières, la BCE n'aurait eu d'autre choix que de soutenir directement les Etats afin d'éviter tout effet d'entraînement. Au regard de cette éventualité, les agents économiques auraient fait plus confiance au tranchant de la Damoclès du défaut qu'aux discours des dirigeants de la BCE. Cette analyse se trouve partiellement vérifiée par la mise en place des politiques monétaires non-conventionnelles en 2015 par la BCE, notamment en ce qui concerne les programmes de Quantitative-Easing sur la dette souveraine. Certes, la BCE ne finance toujours pas les gouvernements sur le marché primaire, mais le QE est la preuve d'un certain infléchissement de la position de la BCE. Donc d'un point de vue du calcul des taux, les primes de risque sont plus ou moins proches, puisque si le Portugal est au bord de la faillite, les dirigeants de la BCE ne pourront pas prendre le risque de le laisser faire défaut. Il est donc envisageable de lui prêter à un taux très proche de celui de l'Autriche. Cet élément assez spéculatif vient s'ajouter à la dynamique globale qui permet de comprendre la séquence 2000-2008.

Comme nous l'avons déjà expliqué, la période de tunnel se comprend comme la synergie des diverses forces évoquées. Prises indépendamment, aucune d'entre elles n'aurait vraisemblablement pu engendrer un tel resserrement. Tous ces éléments sont fortement connectés, et ils se sont certainement mutuellement renforcés et alimentés, le tout s'inscrivant dans une dynamique plus qu'économique. Et c'est cette même synergie qui se trouvera rompue lors de la fin de l'année 2008.

III) Le retournement Lehman Brothers : quand les divergences refont surface

Après avoir écoulé toutes les possibilités de sauvetage, la quatrième plus grande banque d'investissement américaine, Lehman Brothers, dépose le bilan le lundi 15 septembre 2008. De cet évènement tristement connu s'enclenche la grande crise des Subprimes où l'intégralité du système bancaire et financier mondial va connaître sa plus terrifiante tétanie. Les conséquences de cette faillite sont particulièrement nombreuses et complexes, mais elle coïncide parfaitement avec le début de la phase de divergences des taux d'intérêts longs dans la zone euro. De quelle manière la crise des Subprimes a-t-elle affecté la détermination des taux d'intérêts en Europe ? Par quels canaux les divergences ont-elles réapparu ? Comment la disparition d'une banque d'investissement peut-elle changer radicalement le paysage économique mondial ?

Le retournement Lehman Brothers.

Nous avons développé dans la section précédente l'importance du secteur bancaire dans l'uniformisation des primes de risques associés aux différents pays. Cependant les pratiques financières, comme les contrats de type Repurchase Agreement ne sont pas exempts de risques et de contreparties à payer. Et l'un des aspects quasi-faustiens de ces contrats va révéler sa face la plus dangereuse : l'interconnexion du marché interbancaire.

De quoi s'agit-il précisément ? La réponse tient en un mot : la contagion. Pour satisfaire leurs besoins de financement et leur fonctionnement les banques se prêtent quotidiennement des sommes importantes, de la monnaie centrale, des titres, et elles multiplient leurs créanciers. Ces mêmes créanciers peuvent tout à fait être endettés auprès d'autres banques et posséder des positions parfois risquées sur d'autres fonds d'investissements ou institutions financières. Ceux qui ont prêté à certaines banques ont reçu des garanties qu'ils pourront revendre, à condition que ces actifs ne perdent pas de valeur. C'est au centre de cette intrication financière alambiquée que va se faulxer l'incertitude sur la santé du système lui-même. Le constat que font les investisseurs est de plus en plus alarmant, les produits de dettes Subprimes perdent de la valeur à vue d'œil, des actifs structurés notés AAA deviennent vite invendables en quelques jours, les produits d'assurances sur défaut de paiements se vendent comme des petits pains. La faible capitalisation des banques est connaissance commune, et elle n'est certainement pas suffisante pour passer au travers des éboulements. Et enfin l'angoisse devient une frappante réalité lorsque Lehman fait faillite, et ne laisse donc à ces créanciers qu'un lourd fardeau de pertes à affronter. Qui sera le suivant sur la liste de la faillite ? Voilà le type d'interrogation qui va obnubiler les investisseurs comme les banques.

Lehman n'était certainement pas la seule banque à avoir pris des positions sur des actifs dont le risque a été mal évalué. Les pertes engendrées par les engagements Subprimes ne sont pas certaines, et c'est le doute qui en profite pour se propager comme une trainée de poudre, dans le but de savoir qui va s'en sortir le mieux. Les « Mortgages Backed Securities » MBS popularisé par Salomon Brothers ont été considérés comme d'excellente qualité, et ont aisément accédé au prestigieux statut de garanties éligibles pour des transactions de type REPO. Mais maintenant que ces produits ont perdu de leur superbe et de la valeur, comment un prêteur fera-t-il pour couvrir ces pertes en cas de défaut de l'emprunteur ? Voici les symptômes qui vont engendrer le fameux « crédit crunch » : la disparition brutale du marché interbancaire, les banques ayant bien trop de raisons de ne pas faire confiance à leurs consœurs et cherchant donc à limiter leur exposition au mieux. Elles doivent en plus composer avec leur fort effet de levier qui ne leur facilite pas la tâche. Ce panorama de tensions généralisées va traverser l'Atlantique pour se retrouver jusqu'en Europe où des activités comparables aux crédits Subprimes se sont aussi développées. Les assureurs et les hedges funds européens ne sont clairement pas épargnés, les marchés financiers ont du plomb dans l'aile sur tous les fronts. Or en Europe, ce sont les obligations souveraines qui se tiennent exactement là où plastronnaient quelques mois auparavant les « Collateral Debt Obligations » CDO, toutes remplies de dettes pourries.

La configuration exceptionnelle que nous avons décrite précédemment ne tient plus. L'abondance de titres éligibles pour le nantissement des emprunts interbancaires n'est plus aussi importante qu'auparavant. Car d'un côté, les banques ne se prêtent tout simplement plus entre elles, mais au-delà de ça, les prêteurs potentiels des fonds exigeront des titres extrêmement sûrs. Ici, il n'est plus question de faciliter les transactions entre agents financiers, il est question de sécuriser ses positions le plus vite possible. L'idylle vécue entre 2000 et 2008 s'achève brutalement. Les obligations souveraines ne sont pas interchangeable à volonté, elles ne sont pas de la même qualité. Dans cette situation de difficultés généralisées, c'est la liquidité des marchés qui va souffrir le plus, or c'est justement la corde qui maintient les banques en vie. Face à la matérialisation de pertes sur plusieurs actifs très bien notés, le reste du bilan d'une banque est lui aussi sujet à interrogations, encore plus si la banque a pris des positions risquées via des produits dérivés. Les dettes devant être remboursées sur de très courtes périodes deviennent trop lourdes, et impossibles à refinancer puisque les prêteurs potentiels ne sont plus au rendez-vous. Or si la confiance dans la santé globale de la banque disparaît, alors les positions doivent être liquidées en catastrophe pour éviter la faillite. Mais ces ventes incendiaires se font à des prix trop bas et, par leurs volumes, entretiennent elles-mêmes la chute des cours qui leur sera fatale, en transmettant aux autres investisseurs la sensation de panique. Les pertes

ne parvenant pas à être couvertes, il faut continuer à vendre pour obtenir des liquidités, et c'est ainsi que le capital s'effondre en emportant avec lui la solvabilité de la banque. A l'instant où le doute s'est immiscé dans les esprits, il s'est matérialisé effectivement ; on parle de prophéties auto-réalisatrices. Le fameux « business model » des banques, basé sur l'effet de levier, se retourne en 2008.

Face à l'ampleur de tous ces éléments auto-entretenus, la crise financière va muter en crise économique, et dès lors ces sont les postes de l'économie réelle qui vont subir des pertes. Aucun Etat ne pourra se permettre le luxe de l'indifférence quand l'activité de son pays se dégrade rapidement et quand ses banques, auparavant florissantes, sont au bord de la faillite. Cette mécanique récessive va se ressentir sur le chômage, pour finalement atteindre le dernier poste : les finances d'un Etat. Indemnités à droite, renflouement d'une banque à gauche, l'harmonie fiscale est fortement menacée. Et c'est justement ce type d'informations qui va faire le tour des places financières fin-2008. Maintenant que la crise est économique, les investisseurs vont devoir se positionner en fonction de qui s'en sortira le mieux par rapport à une potentielle récession, qui prend racine dans le milieu du bâtiment mais qui peut sans problème ruiner d'autres secteurs. En zone euro, ce sont vers les pays avec les fondamentaux les plus solides, autant publics que privés, que les investisseurs vont se tourner, donc en majorité les pays du Nord. Plus personne n'accepte de dettes grecques comme garanties sur un prêt, certains fonds ne vont pas vouloir refinancer la dette irlandaise, et les agences de notations annoncent la dégradation de la note des autres pays du Sud.

Nous avons évoqué deux types d'investisseurs dans la section précédente, impatients et fidèles. Ils étaient présents pendant l'acte précédent, ils vont revenir sur scène pour le dénouement. Les impatients ne vont pas tarder à se débarrasser des dettes souveraines des pays du Sud en moins de temps qu'il ne faut pour le dire. Quant au profil fidèle, leurs stratégies n'améliorent pas la liquidité du marché, mais en plus, certains auront assez largement de raisons pour modifier la structure de leurs placements, donc jeter encore plus le doute sur les pays du Sud. Ils vont dans un premier temps vendre les titres souverains des pays du Sud dont la notation a été dégradée au début de la crise, et dans un second temps, lentement désertent le marché primaire de la dette pour ces mêmes pays. Ces mêmes investisseurs ne vont pas conserver les liquidités obtenues grâce à ces ventes, et vont donc se porter acheteurs de la dette des pays du Nord sur le marché primaire. En plein cœur d'une période de turbulence, ce profil d'investisseur peut très bien changer la donne car leur présence sur des horizons plus longs est justement ce dont un pays en difficulté a besoin pour ne pas vaciller. Pour le dire brutalement, ils ne peuvent plus se permettre d'être fidèles, la « loyauté » ne valant pas assez pour se faire saigner aux quatre veines. La divergence des taux s'amorce sérieusement. Les titres de dettes du Sud se voient majoritairement vendus sur les marchés, ce qui fait monter leurs taux, et ceux du Nord surfent sur l'excès de demande pour faire baisser les leurs. La composition des taux d'intérêts longs du Sud se réorganise. La prime de liquidité associée, jusqu'ici maigrichonne, regonfle grandement, et la prime de risque de défaut prend exemple sur sa voisine et enfle allègrement. Nous constatons bien qu'une banque d'investissement américaine qui fait faillite peut tout à fait engendrer un changement radical de mode d'appréciation du risque. Déliquescence du marché interbancaire et des prêts nantis, paniques et doutes au menu, crise économique à l'horizon et dégradation des notes de certains actifs comme de certains pays. Les titres de dettes allemandes récupèrent la place centrale dans les nantisements des prêts.

Notre rengaine sur la pondération changeante des variables dans le calcul des taux d'intérêts reprend de l'importance. Le poids associé à des valeurs fondamentales, comme la diversification de l'économie nationale, le niveau de dette public et le taux de chômage vont de nouveau se hisser sur le podium. Leur pertinence dans l'appréhension du contexte économique global est évidente.

Plus personne ne va prêter aussi facilement aux pays avec un ratio de dette sur PIB trop élevé. Le risque de crédit, celui qui modélise la probabilité de défaut d'un pays, est désormais ce qui obsède les investisseurs. « Le pays auquel je peux prêter réussira-t-il à se refinancer les années suivantes, fera-t-il défaut sur une partie de sa dette ? ». Sachant que plus personne n'accepte de dette portugaise comme garanties pour un emprunt bancaire, les stratégies en « buy and hold » sont ce qui reste aux investisseurs. Vient alors s'ajouter dans la balance le problème : « too big to fail ». Les banques universelles européennes sont en grande difficulté, les espagnoles et les irlandaises connaissent les tourments les plus rudes. Les Etats de la zone euro doivent donc arbitrer entre la taille de l'enveloppe d'argent à allouer au sauvetage des banques, donc la plus faible possible, et dans le même temps, cela détermine le niveau de pertes à infliger à la banque, qui ne doit pas être trop grande. Cet exercice de funambule est particulièrement complexe puisque les grandes banques sont universelles donc l'explosion en chaîne peut arriver à tout moment si les départements assurance et investissement mettent la clé sous la porte.

Cette agrégation financière et économique va alors pousser les investisseurs à un comportement typique des phases de paniques boursières : « Fly to quality ». Ce phénomène synthétise la restructuration à grande échelle des portefeuilles des investisseurs, où tout actif trop risqué est liquidé afin d'être remplacé dans la mesure du possible par des actifs ultrasolides. Les principaux fonds de pensions sont soumis à des exigences de risques et ne peuvent tout simplement pas se permettre de rester exposés à la dette italienne ou grecque, ce qui les incitera à fortement demander des obligations allemandes ou françaises, perçues comme beaucoup plus sûres. Ce retournement de la demande de titres explique en grande partie la résurgence des spreads via ce mouvement simultané d'abandon et de concentration. Les trajectoires des différents taux semblent être mutuellement déterminées et les tendances sont auto-entretenu. Le terme de « Fly to safety » est également utilisé, et symbolise plus l'idée de fulgurance dans le choix des placements. En effet, plus l'incertitude est grande, plus les mouvements seront abrupts, donc des spreads plus importants. On perçoit bien ici l'aspect terrassant de ces fluctuations, où la probabilité de défaut ainsi que les sommes en jeu, poussent plus d'un investisseur à l'extrême prudence, favorisant par la même occasion les comportements moutonniers. Personne ne veut faire partie des malchanceux qui subiront une perte engendrée par un « haircut » plus ou moins important.

A moyen terme, cette dynamique s'auto-entretient grandement et peut saborder la reprise économique d'un pays. Face aux doutes sur sa solvabilité présente et future, un gouvernement voit son taux d'emprunt augmenté ce qui alourdit la charge de la dette et creuse le déficit, surtout dans un climat de croissance atone. Ce coût de financement en hausse soutenue dégrade la santé financière du pays ce qui alimente les braises de la méfiance. Et c'est ainsi que les investisseurs réclament de plus en plus de rendement pour couvrir le risque, ce qui fait augmenter le risque, et ainsi de suite. Ce cercle vicieux a coûté très cher à plusieurs pays émergents qui s'étaient retrouvés très vite en difficulté de financement. On désigne ce phénomène par l'expression « sudden-stop, interruptions soudaines. » Ce raisonnement est réversible sans difficulté pour les pays les plus sûrs, plutôt ceux du Nord, qui se financent pour peu cher, ce qui n'endommage pas trop la santé financière du pays ainsi que ses capacités d'investissement. Chadha et Hantzche retrouvent cette logique de divergence des primes de risques dans leur article :

“Results show a large divide between countries considered by financial markets to be part of the euro area core – Germany, France, Austria, Belgium, Finland, Netherlands –, and periphery member states – Italy, Spain, Greece, Ireland and Portugal.

Risk premia in the former group, and thereby yields, exhibit a negative sensitivity to global market sentiment: as risk aversion rises, a flight to safety sets in, increases the demand for core country bonds and reduces term premia. The opposite holds for countries of the periphery, which pay higher risk premia if sentiment is downbeat.”¹⁷

La forte pondération associée aux fondamentaux économiques sert de galerie des glaces pour les pays du Nord qui gardent sans trop de difficulté le contrôle sur leurs comptes publics et évitent le lourd paiement d'intérêts supplémentaires. Sur le plan bancaire, les difficultés sont tenaces et les conditions d'accès au crédit se sont fortement durcies. L'espoir pour les pays du Sud aurait pu se trouver dans un redémarrage, certes pas gargantuesque, de l'investissement afin de réinitier des dynamiques globales de croissance. Mais comme en témoigne le cas des banques espagnoles et italiennes, ce scénario n'était tout simplement pas envisageable et la croissance n'a pas pu rebondir. Côté consommation, on assiste forcément à une baisse importante qui peut décourager les modestes projets de création d'entreprise qui auraient réussi à obtenir un financement. Ce resserrement de la conjoncture amaigrit mécaniquement les recettes de l'Etat ce qui n'arrange rien en période de récession. Face au chômage, les indemnités se multiplient pour toute la part de la population active à présent sans emploi, ce qui peut faire naître un déficit très élevé. Le niveau des indemnités est une constante oscillation entre d'un côté la somme d'argent que l'on souhaite injecter pour soutenir la demande dans la tempête, et de l'autre, le niveau de déficit que l'on est prêt à assumer pour cela. Dans cette situation, un prêteur potentiel sera très regardant sur la tendance que prend le chômage du pays, car cette dernière laisse présager la trajectoire du déficit et de la dette. Le chômage structurel assombrit les perspectives de croissance et rend incertain les prochaines levées de fonds du gouvernement qui peut vite perdre la confiance de ces créanciers. Une fois de plus, ce sont les agences de notations qui peuvent faire pencher la balance côté sérénité ou méfiance. Dans ce cas, on parle de risque de financement, qui modélise la probabilité d'échec de la prochaine augmentation de la dette faute de prêteur.

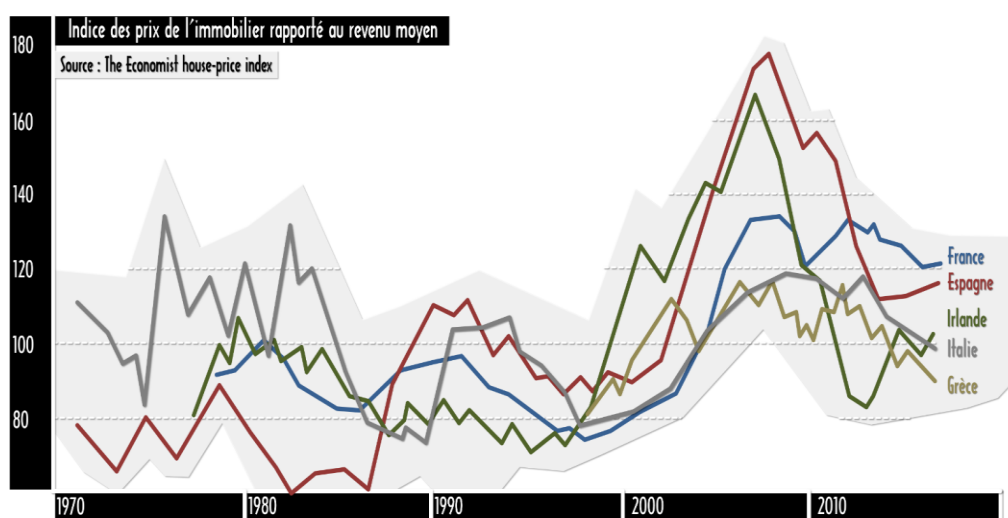
Si jamais la tentative d'augmentation de la dette n'aboutit pas, si l'activité ne se relève pas, le gouvernement ne doit surtout pas faire défaut sur sa dette. Un défaut même partiel se matérialise immédiatement en perte pour tout un panel d'agents financiers qui n'ont pas tous le capital nécessaire pour l'amortir, avec en tête de liste les hedge-funds et les banques d'investissement. Ajouter une perte au bilan de ces acteurs reviendrait à ruiner toujours plus leur santé déjà fragile, ce qui rendrait nuls et non-avenus tous les efforts précédents déployés pour garantir la stabilité du système financier, et suffirait à mettre définitivement le feu aux poudres. Lorsque des vibrations désagréables se font sentir sur le marché des dettes souveraines, c'est bel et bien le système lui-même qui vacille. Ni les banques, ni les Etats, ni les fonds d'investissement les plus imposants ne doivent faire faillite. Pour employer une métaphore facile : piégé dans la cale d'un galion, il ne vous reste que la fuite comme possibilité. Or la seule solution pour fuir au plus vite cette embarcation qui chavire, c'est de percer une sortie improvisée dans la coque, ce qui rendra encore plus difficile votre fuite en accélérant la chute du vaisseau. Pour résumer : fin du statut de garanties éligibles pour les pays du Sud, illiquidité généralisée sur plusieurs marchés, disparition du marché interbancaire, dynamiques éclaircies de déplacements des investisseurs, sudden-stop pour les économies les plus fragiles, changement des pondérations associé aux variables affectant le risque de défaut, faillite bancaires en chaîne à l'horizon et banque centrale européenne indépendante.

¹⁷ Jagjit S. Chadha, Arno Hantzsche, "The Impact of the ECB's QE Programme: Core versus Periphery" National Institute of Economic and Social Research. February 2018.

Nous disposons à présent des notions essentielles nécessaires à la compréhension de la spécificité des cas irlandais et dans une moindre mesure espagnole. En effet, au vu des quelques indicateurs que nous avons présentés succinctement dans la section précédente, il est difficile à concevoir que ces deux pays soient classés dans la catégorie des pays du Sud, considérés comme plus fragiles sur de nombreux plans. Et pourtant la crise les frappa bel et bien mais pour des raisons quelque peu particulières. Afin d'être le plus rigoureux possible, il est judicieux d'expliquer brièvement ici une partie des raisons qui firent basculer l'Irlande et l'Espagne dans la crise. Ce n'est certes pas notre sujet central mais il est opportun d'évoquer cet épisode de l'histoire de la zone euro maintenant, d'une part afin de conforter notre spécification, d'autre part parce que les enseignements que l'on peut en tirer sont nombreux.

Nous avons classé l'Irlande dans les pays du Sud en partie car, ne pouvant plus se financer sur les marchés, elle a reçu l'aide de la Troïka en novembre 2010. En effet, le gouvernement irlandais a dû faire face à une situation de crise, qui fût tout d'abord immobilière. Ce sont les Subprimes qui tirèrent les premiers. Le graphique suivant représente l'indice des prix de l'immobilier rapporté au revenu moyen pour la France, l'Espagne, l'Irlande, l'Italie, et la Grèce. A partir des années 2000, le boom de l'immobilier va se répandre dans le monde sans difficulté, et son impact va être plus que fort en Irlande. La ville de Dublin constitue d'ailleurs un triste exemple de l'envolée délirante des projets immobiliers sans aucun rapport avec la demande réelle. Et l'éclatement de cette bulle en sera d'autant plus douloureux. Tous les mécanismes mortifères que nous avons décrits précédemment vont déferler au diapason sur l'économie irlandaise.

Graphique 18 : évolutions des prix de l'immobilier depuis 1970

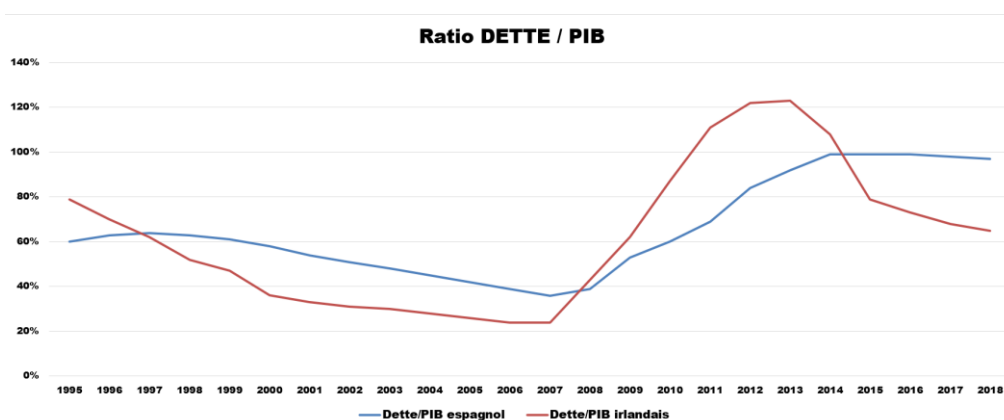


Source : The Economist house-price index. Graphique pensé et réalisé par Gilles Mitteau.

Le secteur de la construction va licencier une bonne partie de sa force de travail en supprimant des postes, les projets d'aménagements vont être annulés, les retards de paiements vont muter en défaut et en perte. Ce sont près de 150 000 emplois qui vont être détruits entre 2008 et 2010 rien que pour le secteur de la construction. La perte d'emploi de tous ces travailleurs va nécessiter une prise en charge sociale, via diverses indemnités versées par les organismes de redistribution. Ensuite, ce sont les banques qui ont dû traverser les affres de la crise. Elles ont enregistré des pertes sur tous les fronts : prêts aux entreprises, prêts aux ménages, chute du prix des maisons prises en garanties, etc ... Comme toutes les autres banques de la planète, le niveau de capital n'était clairement pas suffisamment pour amortir ces défauts à la chaîne, si bien que leur solvabilité fut très rapidement

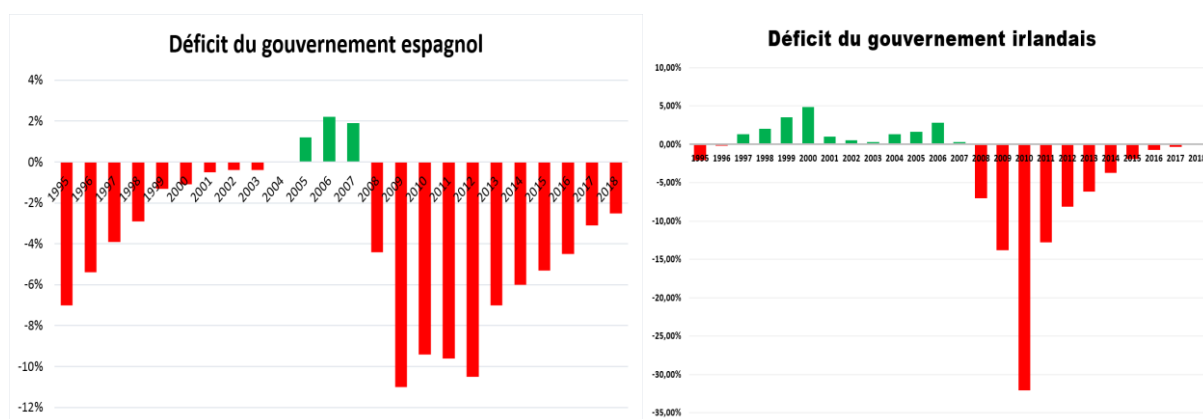
menacée. La jurisprudence Lehman va évidemment s'appliquer, et c'est le gouvernement irlandais qui va passer à la caisse.

Graphique 19 : évolutions de la dette publique espagnole et irlandaise



Source : OCDE, Debt Economics.org

Graphique 20 : évolutions des déficits / excédents des gouvernements irlandais et espagnol.



Source : OCDE, Eurostat.

Comme le démontre le ratio de dette sur PIB ainsi que le déficit public, le gouvernement irlandais a été forcé de débloquer des fonds colossaux pour porter secours au plus vite à ces banques au bord du dépôt de bilan. L'Irlande qui pouvait, avant 2008, se targuer d'avoir le niveau de dette le plus faible de la zone euro, se voit déchu de son titre après l'avoir fait plus que quadrupler en moins de 2 ans. Les conclusions sont similaires coté déficit, où les enveloppes de sauvetage bancaires et de protection sociales sont de plus en plus accablantes, avec la récession mondiale qui se concrétise. Le déficit monte et se creuse jusqu'à 32.1 % du PIB en 2010. Les mécanismes bancaires qui permettaient de faire baisser les taux d'intérêts disparaissent très vite, le mouvement de « fly to quality » expulse les obligations irlandaises du club privé des garanties éligibles, augmentant encore plus le coût de financement du gouvernement. La dette publique atteindra son maximum à 123 % du PIB en 2013. Cette conjonction de mauvaises nouvelles et de doutes sur le futur va faire s'enfuir tous les investisseurs au point où le gouvernement irlandais se verra couper des marchés financiers en 2010, et la Troïka viendra lui porter secours. Ici c'est la confiance qui s'est peu à peu délitée pour disparaître purement et simplement face à la taille des fonds empruntés par l'Irlande en si peu de temps. « Et si le gouvernement irlandais faisait finalement défaut ? »

Dans cette même lignée, Gabor et Ban parlent quasiment de psychose financière :

« Confrontés à des réactions aussi dramatiques, les gouvernements vont être obligés de plaire aux marchés, même si ceux-ci sont suspectés d'intentions spéculatives (Corsetti et al 2010 ; 2012). Il s'agit d'une stratégie contre-productive, car lorsque les marchés anticipent un resserrement budgétaire qui va avoir des conséquences négatives sur la croissance, affectant davantage la viabilité des revenus et de la dette publique de l'État. En conséquence, les marchés deviennent schizophrènes, de plus en plus incapables de faire la distinction entre les fondamentaux et les incertitudes liées à la tarification du risque souverain (De Grauwe et Ji 2012). Les doutes quant à la capacité du gouvernement de rembourser ses dettes deviennent auto-réalisateurs (Gros, 2012). [...] En effet, les arrêts soudains nécessitent des réponses politiques immédiates ; sinon, les pays sont confrontés à une crise de balance des paiements. Sans accès aux marchés financiers internationaux, les pays déficitaires ne peuvent plus financer les déficits des comptes courants (ou des déficits budgétaires si la suspension soudaine affecte les marchés des obligations d'État) et doivent demander, comme l'Irlande ou le Portugal, un soutien public international. »

L'Irlande qui empruntait à 10 ans à 3.11 % en juillet 2005, se retrouve à emprunter à 11.06 % en avril 2011. Le spread Irlande-Allemagne a enflé pour toutes ces raisons : hausse du risque de liquidité, du risque de crédit, du risque de financement, etc ...

Passons maintenant au cas de l'Espagne qui, comme on le pressent, est assez similaire puisque comme en Irlande, c'est le krach immobilier qui explique la torpeur de l'économie. Le cas espagnol est d'ailleurs le cas d'école sur l'impact d'une bulle démesurée sur la conjoncture économique. Côté déficit et dette publique, rien ne semblait présager une crise de la balance des paiements puisque l'Espagne était parfaitement dans les clous des accords de Maastricht de 2000 à 2008. Et pourtant cette solidité financière ne suffira pas à contrebalancer le tremblement Subprimes. Le chômage va bondir de 7.96 % en avril 2007 à 26.32 % en janvier 2013 et c'est toute l'économie espagnole qui va ralentir. Les destructions d'emplois dans le milieu de la construction sont d'une fulgurance comparable au cas irlandais, comme le résume le tableau suivant. La note est particulièrement salée, et c'est seulement au milieu de l'année 2016 que l'Espagne repassera en-dessous des 20 % de chômage.

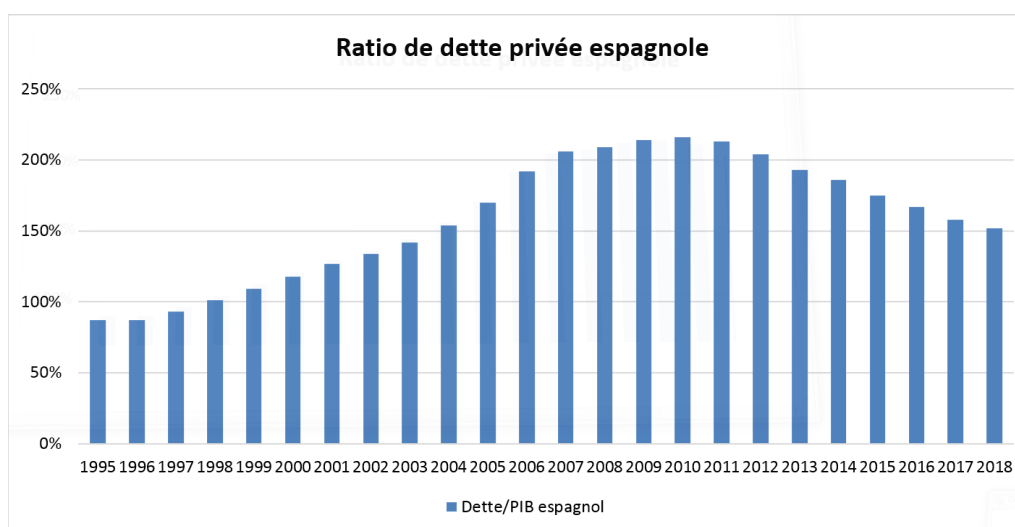
Tableau 1 : points de chômage en plus, ou en moins, dans le secteur de la construction

	période : 2000 - 2007		période : 2007 - 2013	
Espagne	-4.5	7.2		
Irlande	-5.5	6.5		
Portugal	1.0	3.9		
Grèce	-2.0	3.5		
Italie	-1.6	1.1		
Pays-Bas	0.1	0.7		
Finlande	-1.2	0.0		
France	-1.1	-0.1		
Belgique	-0.3	-0.2		
Allemagne	1.2	-0.2		
Autriche	0.2	-0.2		

Source : Eurostat

Source : Eurostat. Graphique pensé et réalisé par Gilles Mitteau

Graphique 21 : évolution de la dette privée espagnole rapportée au PIB



Source : OCDE, Debt Economics.org

Bis repetita. Le gouvernement espagnol doit débloquer des liquidités pour satisfaire le versement d'un montant colossal d'indemnités et abandonne son équilibre budgétaire pour un déficit de 11 % en 2009, 9.40 % en 2010, 9.60 % en 2011, et enfin 10.5 % en 2012. La bulle immobilière ne frappa nulle part aussi fort qu'en Espagne, qui par ailleurs n'est pas un pays qui brille par sa diversification économique ou son tissu industriel, donc le choc n'en fut que plus brutal. Côté bancaire à présent, le gouvernement n'a pas fait exception à la règle et a dû mettre sur la table des fonds pour venir en aide aux banques accusant des pertes sur plusieurs de leurs activités. Vers la fin de l'année 2012, la Troïka apporte une aide de 41 milliards aux banques espagnoles, plutôt régionales, qui subissaient des feux nourris sur bons nombres de leurs créances. La situation économique espagnole a eu énormément de mal à se relever de la crise, comme en témoigne le ratio de dette privée sur PIB depuis 2009. Globalement l'investissement privé n'a pas encore entièrement récupéré de la crise, et cela se ressent sur l'activité. Côté taux d'intérêts cette fois-ci, le choc est bien moins violent qu'en Irlande notamment parce que les très grandes banques espagnoles étaient en meilleure santé que les irlandaises. Une certaine défiance des investisseurs se ressent malgré tout avec un maximum du taux à 10 ans à 6.43 % au milieu de l'année 2012.

Au bout du compte les pays du Sud ont dû faire face à un solide bataillon de problèmes à la suite de la faillite de Lehman Brothers et les plans d'austérité mis en place en réponse à la crise des dettes souveraines n'ont pas été de tout repos. Comme nous l'avons évoqué précédemment, les banques centrales nationales ne sont pas autorisées à venir en aide à leur gouvernement, qui de son côté ne peut se permettre un défaut, ou un « haircut » trop important. Le statut de la Banque centrale est une donnée très importante dans la compréhension de la période post-2008, car tous les autres pays du monde se sont épargné une crise des balances des paiements justement parce que leur banque centrale nationale a agi directement pour soutenir la croissance. Pour donner un exemple assez connu, la BCE a refusé d'agir en faveur d'une stabilisation du marché des garanties en 2010, justement, comme nous l'avons expliqué, parce que les dettes souveraines des pays de la zone euro étaient devenus la norme sur ce marché. Les travaux sur le lien entre indépendance de la banque centrale et inflation, ont beaucoup joué sur les négociations qui précéderent la construction de la zone euro. C'est plutôt le modèle conservateur allemand qui l'emporta, les actions qu'acceptent de mettre en place la BCE étant fondamentalement calquées sur la « personnalité » de la Bundesbank, dont l'inflation est la bête noire.

Une aide apportée à un gouvernement constitue en soi un arbitrage entre les perspectives de croissance permise par cette injection de monnaie, et entre la hausse potentielle de l'inflation qui en résultera. Et même si aujourd'hui la BCE a déployé tout un arsenal de mesure non-conventionnelles, son rôle dans le passage de la crise des Subprimes à la crise des dettes souveraines a été de premier ordre.

Ce mode de pensée très conservateur innerve en tous points la zone euro, sur le plan idéologique bien sûr, mais aussi sur un plan très pratique. Les politiques d'austérité, fortement portées sur la relance de l'offre, sont la trajectoire logique compte tenu des conditions initiales qui définissent le contexte économique actuel. On parle dans ce cas de solutions internes, où d'ajustements locaux, c'est-à-dire des réformes qui ne s'inscrivent pas dans une redéfinition du cadre et des conditions initiales. L'indépendance de la Banque Centrale place la connexion aux marchés financiers au centre de la conduite à long terme d'un pays. Or dans un contexte troublé par le retournement du secteur bancaire, le danger et la pression forment une alliance qui étrangle sans difficulté la conjoncture. Et c'est plus ou moins ce qu'a enduré l'économie grecque après 2012. La nécessité de fournir des garanties aux marchés financiers sur la bonne conduite des comptes publics a contracté l'investissement public et privé avec à la clé une nécrose avancée de tous les tissus économiques qui composaient l'économie grecque. La mauvaise santé financière du gouvernement grec avant 2008, le coup de tonnerre Lehman Brothers, et des mouvements financiers hiératique et volatiles, ont été autant d'estacades successives infligées à la Grèce. Ne pouvant compter sur l'intervention de sa banque centrale nationale, ni sur une politique de la demande basée sur un investissement public contra-cyclique, l'austérité était la seule option restante dont les répercussions apparaissent sur le moyen-long terme.

Tableau 2 : performance et poids dans le PIB grec des différents secteurs d'activités.

Secteur d'activité	Poids dans le PIB en 2007	Performance (2016 - 2007)
Commerce de gros et vente au détail	11.7%	-47%
Immobilier	11.4%	30%
Industrie	9.1%	-27%
Administration publique - Défense - Sécurité Sociale	8.4%	-2%
Fret - Transport et stockage de marchandises	7.8%	-47%
Construction	7.3%	-62%
Santé humaine et action sociale	5.6%	-53%
Education	5.2%	-11%
Hébergement et restauration (Tourisme)	5.0%	-1%
Finance et assurance	4.8%	-22%
Activités spécialisées, scientifiques et techniques	4.2%	-48%
Information et communication	4.2%	-42%
Arts du spectacle et des loisirs	4.1%	-28%
Agriculture, sylviculture et pêche	3.3%	8%
Activités administratives et de soutien	2.1%	-47%
Autres activités de service	1.9%	-10%
Electricité, gaz, vapeur et air conditionné	1.5%	-41%
Distribution d'eau, assainissement, gestion des déchets et dépollution	1.5%	-36%
Activités des ménages en tant qu'employeur de personnel domestique	0.6%	-61%
Mines et carrières	0.4%	-54%

Source : Eurostat, OCDE. Tableau pensé et réalisé par Gilles Mitteau.

En janvier 2019, le taux de chômage grec était toujours le plus haut de toute l'Europe avec 18.23 %, certes en baisse depuis 2013, mais encore nettement au-dessus de celui de l'Espagne, second sur le podium avec 14.11 %. La gestion de la crise grecque demeurera toujours l'archétype d'un bouleversement économique majeur qui fût amorcé en pleine tempête. Il était patent que, tant que la Grèce ne serait pas revenue à une situation convenable, la légitimité des réformes d'austérité serait toujours contestée. Neuf ans après l'intervention de la Troïka, la situation grecque reste globalement une ombre au tableau pour la construction européenne.

Et si le cas d'effondrement économique grec était un évènement sur lequel pourrait reposer un autre déterminant majeur des spreads en zone euro ? Et si cette occurrence alimentait quelque chose de plus gros encore que le seul risque de défaut ou de liquidité ?

Si la faillite d'une banque d'investissement américaine a pu engendrer un changement aussi radical dans la détermination des taux en zone euro, quels sont les autres facteurs qui pourraient être aussi significatifs ? Et si la crise des dettes souveraines, en elle-même, ce qu'elle représente, faisait partie de ces facteurs de désordre ? En effet, si on considère que la crise des Subprimes est bel et bien de l'histoire ancienne, alors le thème de la convergence économique peut revenir sur la table comme moyen de recontractation des spreads. Mais d'ailleurs, où en sont les spreads sur les taux longs aujourd'hui ?

IV) Prêter à taux négatif : détail macroéconomique ou positionnement stratégique ?

Avant de décrire l'ensemble des mécanismes à l'ouvrage aujourd'hui en zone euro, commençons par le plus important : la généralisation des taux d'emprunts négatifs. Aujourd'hui la majorité des pays de la zone euro empruntent sur de nombreuses maturités (6 mois, 1 an, 3 ans, etc ...) à taux négatifs. Les différents programmes de Quantitative Easing déployés par la BCE depuis 2015 sont évidemment la raison principale de cette généralisation des taux négatifs dans la zone euro. Deux choses doivent attirer notre attention. Premièrement l'Allemagne emprunte à taux négatifs à 10 ans depuis quelque temps. Deuxièmement, les pays comme l'Espagne, la Grèce, ou l'Italie eux n'ont pas ce privilège malgré une baisse soutenue depuis 2015. Autrement dit, les spreads dans la zone euro sont toujours d'actualité au point où fleurissent un peu partout sur les marchés des situations particulièrement déroutantes. La convergence politique et fiscale n'étant toujours pas au goût du jour, de quoi les spreads de taux entre pays sont-ils le signe ?

Crise des dettes souveraines et communication : le risque de convertibilité.

Comme nous l'avons introduit dans la section précédente, la crise de la dette souveraine en zone euro est très liée à ce qu'est profondément la zone euro, dans ses choix, dans ses acteurs, dans sa conduite. Pour le dire autrement, l'arrivée de cette crise est déjà en soi une information sur le modèle économique en lui-même. Et en effet, cette crise des dettes souveraines, dont les solutions proposées étaient toujours internes, a été le déclencheur d'un changement profond dans la mesure et l'appréciation du risque sur les marchés européens. Cette modification radicale prend racine dans plusieurs éléments émanant autant de la sphère politique que d'indicateurs économiques. Ce sont tous ces éléments que nous allons étudier ici.

En premier lieu, commençons par rappeler que le taux principal de refinancement de la BCE est toujours à 0 % depuis 2016, soit près de 3 ans. En d'autres termes, les autorités en charge de l'analyse macroéconomique de la zone euro continuent de maintenir ce taux directeur essentiel à son plancher, laissant entendre qu'une remontée même légère pourrait juguler l'investissement. En effet, prolonger encore la période de taux zéro représente un risque non-négligeable de pressions inflationnistes très sérieux ainsi que la formation de bulles sur divers actifs¹⁸. Et pourtant, le résultat est là : la croissance en zone euro n'est toujours pas revenue à des niveaux précédents la crise de 2008.

¹⁸ C. Rosa [2012], « How “Unconventional” Are Large-Scale Asset Purchases? The Impact of Monetary Policy on Asset Prices », Federal Reserve Bank of New York Staff Report, 560.

Les pays du Sud comme l'Italie ou la Grèce peinent à appareiller une nouvelle dynamique de croissance, et même les pays du Nord dépassent très rarement les 3 % de croissance annuel. Il n'y a que l'Irlande qui tire aisément son épingle du jeu avec les niveaux de croissances les plus élevés depuis 2014, notamment grâce à sa structure fiscale très avantageuse pour les entreprises. Sur le plan de l'emploi, l'Espagne, la Grèce et l'Italie conservent le trio de tête avec respectivement 14.11 %, 18.23 %, et 10.40 %, correspondant à aux niveaux précédant l'entrée dans la zone euro. La mobilité des travailleurs à l'intérieur de la zone euro demeure un problème particulièrement sérieux dans le processus même de convergence européenne.

Cela n'a à priori rien de véritablement surprenant puisque les conditions exceptionnelles de la période 2000-2008 se sont révélées très dangereuses, avec un retour de bâton financier inédit. Dans une zone où le contrôle de l'inflation ne doit jamais être perdu de vue, où la rigueur budgétaire est la condition même d'accès au financement, les politiques contra-cycliques par une relance de l'investissement ne sont pas envisageables, ce qui fait aujourd'hui de la zone euro une exception dans le monde. Cette notion de cadre, et de solutions internes à ce dernier, donnent alors naissance à une confrontation épistémique qui fait encore rage aujourd'hui : le cas allemand face au cas grec. De quoi parle-t-on exactement ? Il y a au sein de l'analyse macroéconomique européenne une scission fondamentale entre d'un côté la réussite de l'Allemagne, qui réussit à s'imposer comme leader, et de l'autre la frappante désillusion grecque. L'établissement d'un socle commun de solutions à apporter en cas de crise économique majeure ne pourra se faire tant que cette affrontement n'aura pas été résolu. Pour le dire encore plus clairement, faut-il risquer un retournement économique comparable à celui de la Grèce pour tenter de s'approcher de l'Eldorado allemand ? Cette problématique profonde, d'ordre économique et politique, vient interroger la place que l'on doit accorder à une « expérience économique ». Mais au-delà de cela, pourquoi la zone euro serait-elle en danger à cause de cette lutte interne ? Parce que le maintien d'un pays signifie que la sortie de crise ne se fera que par l'austérité, ce qui est fragilisé par l'expérience grecque. Ce qui amène une autre question plus factuelle : où en est la volonté d'intégration européenne ? Veut-on encore de l'euro ? Les dissensions au sein de la zone euro ne sont nettement amplifiées et les auteurs soutenant d'autres solutions que celles axées sur l'austérité sont nombreux.

Et finalement c'est au beau milieu de toutes ces notions, politiques, économiques, que la transition va se faire, que la rupture va se concrétiser, à travers deux éléments de communication de la Banque Centrale Européenne. L'un des éléments les plus importants de cette décennie en termes monétaires et financier se trouve dans le discours du 26 juillet 2012 prononcé par Mario Draghi à Londres.

“Then there's another dimension to this that has to do with the premia that are being charged on sovereign states borrowings. These premia have to do, as I said, with default, with liquidity, but they also have to do more and more with convertibility, with the risk of convertibility. Now to the extent that these premia do not have to do with factors inherent to my counterparty - they come into our mandate. They come within our remit.”

Aujourd'hui la place accordée à la communication et aux prises de positions des grandes institutions est plus grande que jamais. On désigne d'ailleurs ce type de politiques par l'expression « forward guidance », donc comme l'intégralité des informations émises par une banque centrale dont le but est d'influencer les prévisions des acteurs financiers. L'un des grands succès de la FED, que Jérôme Powell ne se prive pas de rappeler, est l'ancrage des anticipations des agents. Par ses diverses publications, par les discours de son président, par la crédibilité qu'elle a acquise, la FED a ancré les anticipations des agents ce qui facilite la transmission des choix de politiques monétaires.

On sait par ailleurs que chaque mot qu'emploiera le banquier central doit être ardemment sélectionné afin d'éviter toutes formes de mésententes et de mécompréhensions. Les mécanismes mis en évidence par Friedman et Lucas, dans leur critique de la relation de Phillips, montrent amplement le rôle moteur que jouent les anticipations, notamment d'inflation, dans la réussite ou l'échec d'une mesure de politique monétaire. Pour le dire simplement, la communication n'est pas une donnée anecdotique, secondaire, personne ne la néglige, ni ceux qui la pensent, encore moins ceux qui la constatent. Revenons-en donc à notre discours de juillet 2012.

Le banquier central de la zone euro affirme que le risque de convertibilité, c'est-à-dire qu'un pays ne fasse désormais plus partie de la zone euro, est un des déterminants des spreads de taux entre pays. La situation actuelle des spreads de taux d'intérêts a connu un glissement tout particulier qui se trouve être particulièrement important. Comme nous l'avons expliqué, la crise des dettes souveraines s'est matérialisée justement parce que la zone euro avait pris toute une liste d'engagements sur les mécanismes et les leviers utilisables ou non en réponse à une crise. Cette configuration avait donné lieu à des réponses locales, réduction des déficits publics, privatisations, dont les résultats sont plutôt mitigés. Quel est le lien avec le discours de Draghi ? Draghi affirme qu'il est possible qu'un pays en situation de crise ne s'oriente pas vers une solution interne au cadre européen, mais plutôt vers une réforme globale, c'est-à-dire en s'extrayant de la zone euro. Compte tenu des contraintes imposées par la zone euro, un gouvernement peut considérer comme trop risqué ou trop coûteux pour son pays de mettre en place des mesures d'austérité d'inspiration très conservatrices.

C'est de cela dont il s'agit lorsqu'on parle de la jurisprudence grecque, un cas où les conséquences des mesures d'austérité ont été désastreuses pour un pays ce qui implique une interrogation sur la mise en place de mesures alternatives, mesures qui sont en rupture avec les limites imposées par les traités de fonctionnement européen. Relance de l'investissement par l'endettement public, aide directe de la banque centrale nationale au gouvernement, ces réformes-là ne sont pas internes au cadre conservateur de la zone euro, elles ne peuvent donc être mises en place qu'après une sortie du pays en question de la zone euro. Un bouleversement d'une telle ampleur n'est pas sans risque, donc les marchés réclament une prime de risque sur la convertibilité. La nature du risque global en zone euro commence sa variation.

Le deuxième élément qui va authentifier cette rupture pour de bon, émane encore une fois de Mario Draghi, et se trouve dans la lettre du 18 janvier 2017 publiée par la BCE, adressée à deux eurodéputés italiens, M. Zanni et M. Valli. Cet échange épistolaire avait pour but d'éclaircir auprès de ces deux députés le statut des dettes et des créances Target2 en cas de sortie de l'Italie de la zone euro. Le solde Target2 étant particulièrement riche et très important pour notre propos, nous l'analyserons en profondeur par après. Pour l'instant, contentons-nous de scruter la réponse du président de la BCE :

" The increase in TARGET2 balances in those periods was rooted in the market stress and fragmentation that resulted from the financial and sovereign debt crises. As banks in certain countries lost access to market-based funding, they replaced private sources of funding with central bank liquidity obtained from their national central banks through repurchase operations. [...] If a country were to leave the Eurosystem, its national central bank's claims on or liabilities to the ECB would need to be settled in full."

Pour la première fois dans l'histoire, le président de la banque centrale européenne mentionne textuellement la sortie potentielle d'un pays de la zone euro. Au-delà de la question des dettes et des créances Target2, nous assistons bel et bien à un changement fondamental de la ligne tenue par la BCE.

La possibilité de quitter la monnaie unique n'avait jamais été énoncée aussi directement, alors même que jamais, lors de la crise des Subprimes et de la crise des dettes souveraines, cette éventualité n'avait pas été mentionnée aussi abruptement. Même durant les périodes de fortes turbulences, l'appartenance à la zone euro était un apriori, une donnée évidente pour tous, une chose qui ne pouvait pas ne pas être. Et c'est justement cette ligne qui a été remise en cause par la gestion de la crise en Grèce, et par les prises de paroles de Mario Draghi. Finalement, et au regard tous ces éléments, le changement radical dans l'appréciation du risque en zone euro n'est autre que la viabilité de la zone euro elle-même, et dans une moindre mesure l'appartenance d'un pays quelconque à la monnaie unique. Révoquer l'irrévocable, réviser fondamentalement le statut d'une condition initiale, ce n'est pas un détail. L'impact est évidemment moins foudroyant que le retournement Lehman Brothers, néanmoins cette scission est toute aussi significative d'un point de vue macroéconomique. « Ils ne savaient pas que c'était impossible alors ils l'ont fait. » écrivait Mark Twain, et cet adage connu n'est pas sans écho avec la situation de l'euro aujourd'hui.

Dans un certain sens, ces réflexions pourraient sembler triviales et de peu d'intérêt. Et pourtant, en termes de communication et d'information, nous sommes bien face à une rupture fondamentale de l'appréciation du futur. Mentionner la fin d'un processus de longue haleine est tout sauf une fioriture de langage. Les acteurs qui interviennent régulièrement en zone euro et qui y investissent sur de longues durées ont été, si l'on peut dire, vaccinés contre le risque de convertibilité. Et quand on y pense, la métaphore médicale n'est pas si absconse que cela. Quel est le principe d'un vaccin ? « Un vaccin est une préparation administrée pour provoquer l'immunité contre une maladie en stimulant la production d'anticorps. On trouve dans les vaccins des suspensions de micro-organismes inactivés ou atténués, ou des produits ou dérivés de micro-organismes. »

Pour transposer notre situation dans un contexte purement biologique, les tensions politiques et les déclarations de Mario Draghi sont le penchant économique des micro-organismes pathogènes dont le principe actif est neutralisé. Il n'y a pas eu effectivement « contamination », dans notre analogie « sortie de l'euro ». Cependant si cela devait se produire, alors les investisseurs sauraient comment y faire. Le parallèle avec la vaccination est complet. Ainsi à l'instant où le système immunitaire rencontre une nouvelle molécule, il produira des anticorps adaptés au virus en question, afin d'être capable de neutraliser rapidement l'agent pathologique. À l'instant où les investisseurs sentiront des tensions sur l'appartenance d'un pays à la zone euro, ils adapteront leurs positions en fonction de ce risque spécifique.

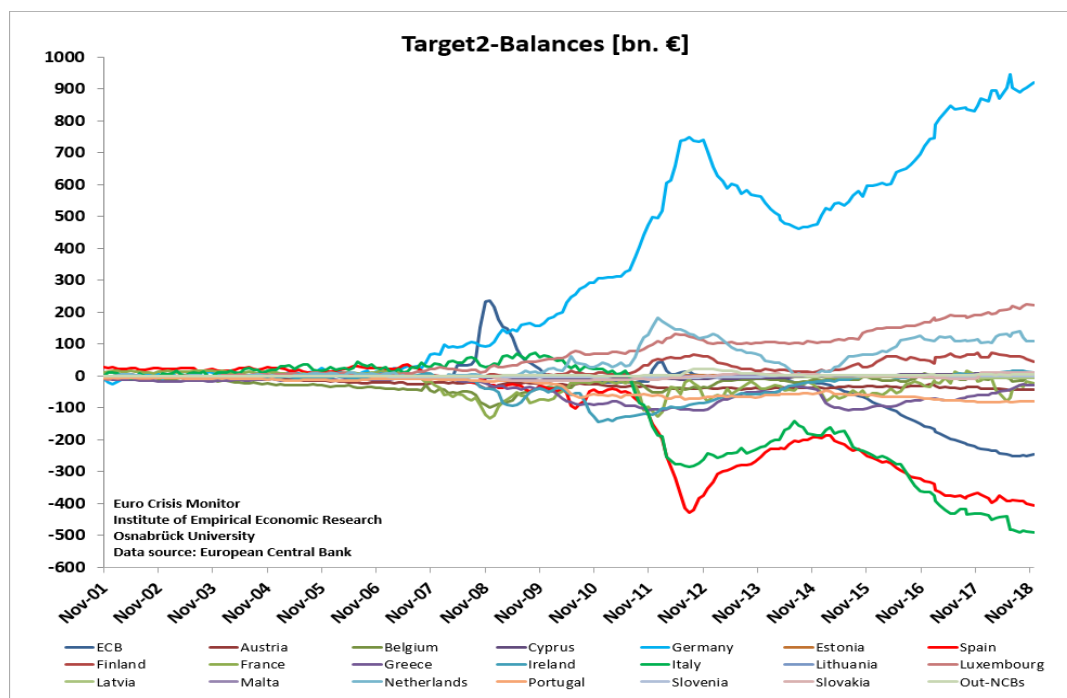
Voici donc le dernier déterminant des spreads de notre analyse dans la zone euro, un risque qui lui est propre, le risque de convertibilité, qui donne évidemment lieu à une prime associée. Ce risque a beaucoup à voir avec la séparation Nord-Sud que nous avons effectué durant notre exploration. Pour pouvoir analyser la situation allemande et ses taux longs négatifs, nous aurons bien besoin de cette notion de risque de convertibilité. Les modèles de gestion du risque développés par les banques et les fonds d'investissement se doivent d'intégrer ce risque, afin justement d'englober correctement les multiples scénarios.

La scission Nord-Sud : comprendre avec TARGET2.

L'acronyme Target2 signifie « Trans European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer system 2 », et désigne le mécanisme comptable de règlement-livraison à la base de la libre circulation de l'euro à travers tous ces pays membres. Cet instrument est à la base de ce qu'est matériellement l'euro, en tant que système permettant à tout moment de commercer depuis le Portugal avec une entreprise finlandaise, qui elle-même échange avec la Belgique.

Tout d'abord, voici un graphique qui retrace l'évolution des balances Target2 depuis la mise en place de l'euro, on y distingue parfaitement plusieurs phases dont les déterminants et les explications sont multiples.

Graphique 22 : balances Target 2 entre 2001 et 2018.

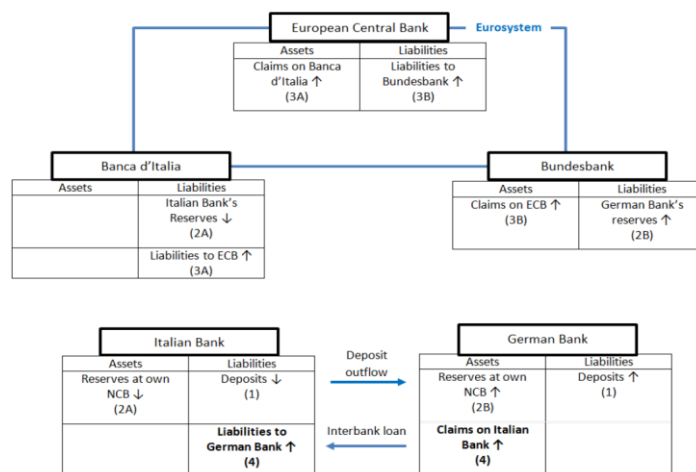


Source : Banque Centrale Européenne.

Le passage d'un flux monétaire scriptural par Target2 implique toujours la création d'une dette ou d'une créance d'une banque centrale nationale envers celle d'un autre pays, avant d'être de façon journalière reportée sur un compte à la Banque Centrale Européenne. Or pour bien comprendre cette notion, il faut s'intéresser à la nature de l'euro en soi. Intuitivement, on aurait tendance à penser que la monnaie utilisée dans une zone monétaire est unique. Or ce n'est pas le cas de l'euro. L'euro est une monnaie commune, c'est-à-dire le regroupement de plusieurs monnaie nationales portant le même nom, et ayant cours légal et forcé dans tous les pays membres de la zone. Cette ambiguïté se comprend de façon pratique par le fait que chaque banque centrale nationale émet sa propre monnaie centrale, aussi appelée base monétaire, qui est utilisée dans le refinancement des activités bancaires du pays. La création de la zone euro n'a pas remis en cause ce principe, la Banque Centrale Européenne n'est pas l'unique émettrice de la base monétaire qui permet aux flux monétaires entre pays d'avoir lieu. Autrement dit, chaque banque centrale nationale émet toujours de la monnaie centrale propre à son seul pays, qui ne peut pas être utilisée dans un autre, même si ce dernier est membre de la zone euro. La Banque centrale grecque n'utilise pas la même base monétaire que celle des Pays-Bas, tout comme la Banque de France n'utilise pas la monnaie centrale du Portugal. Cette conception comptable de l'euro en tant que monnaie commune donne donc lieu à la création de dettes et de créances entre banques centrales.

Lors d'un transfert monétaire scriptural entre deux pays, les intervenants seront les banques commerciales, les parties prenantes à l'origine de la transaction, leur banque centrale nationale respective, et enfin la Banque Centrale Européenne. Prenons l'exemple d'une transaction entre l'Italie et l'Allemagne.

En tout premier lieu, la banque italienne doit nécessairement utiliser de la monnaie centrale pour finaliser cet échange. Elle peut obtenir cette monnaie centrale italienne en s'endettant auprès d'une autre banque, ou de sa Banque Centrale. Une fois en possession d'unités de base monétaire italienne, la banque doit virer cette somme sur le compte de la banque commerciale allemande affiliée à l'autre partie de la transaction. C'est à ce moment-là que la Banque centrale d'Italie prend le relais, d'abord en débitant le compte de la banque commerciale, puis dans un second en s'endettant auprès de la Bundesbank qui va s'empresse de créer des unités de monnaie centrale allemande qui se verront créditer sur le compte de la banque commerciale allemande du fournisseur. Ce système de paiement transfrontalier est résumé dans le schéma suivant issu d'un rapport du parlement européen de novembre 2017¹⁹, qui reprend comme exemple un transfert entre l'Italie et l'Allemagne :



La mécanique comptable du système Target2 implique bien l'annulation d'une partie de la monnaie centrale italienne, qui était détenue par la banque commerciale, puis dans un second temps, la création d'unités de monnaie centrale allemande par la Bundesbank, dont la contrepartie est la créance Target2. Le client italien a reçu son bien ou son service en provenance d'Allemagne, son compte à sa banque a bien été débité. Le fournisseur allemand de son côté a bien vu son compte dans sa banque, crédité du montant de l'opération. Le cœur de l'euro est parfaitement fonctionnel, les transactions impliquant des euros centraux différents ont été effectués sans difficulté, et les capitaux peuvent circuler sans difficulté dans tous les pays membres. Deuxièmement, l'euro ne circule pas que de façon scripturale par l'intermédiaire des banques, il y'a également les pièces et les billets qui circulent librement sans difficulté zone euro. Cependant leurs mouvements sont parfaitement opaques au sein de la zone, en plus d'avoir une importance assez faible dans l'ensemble des paiements, pas plus de 10 %. Nous ne nous concentrerons donc pas sur cet aspect de la mécanique monétaire.

Cela étant dit, comment doit-on analyser ces dettes et créances issus de Target2 ? En novembre 2018, la Bundesbank cumulait 921 milliards d'euros de créances, la Banque centrale d'Italie cumulait de son côté 489 milliards d'euros de dettes, la Banque Centrale des Pays-Bas 109 milliards d'euros de créances, la Banque centrale d'Espagne 406 milliards d'euros de dettes, etc ... Le système Target2 étant un système fermé, la somme des dettes et des créances cumulés donne toujours zéro. Quel sens doit-on donner à ces montants ? Target2 peut s'interpréter dans un sens comme un péage, qui enregistre le passage d'euro d'un pays vers un autre, péage par lequel chaque transaction transfrontalière se doit de passer avant d'être finalisée. Autrement dit, la compréhension de la structure de Target2 permet d'avoir une vue d'ensemble de la répartition de la monnaie en zone euro.

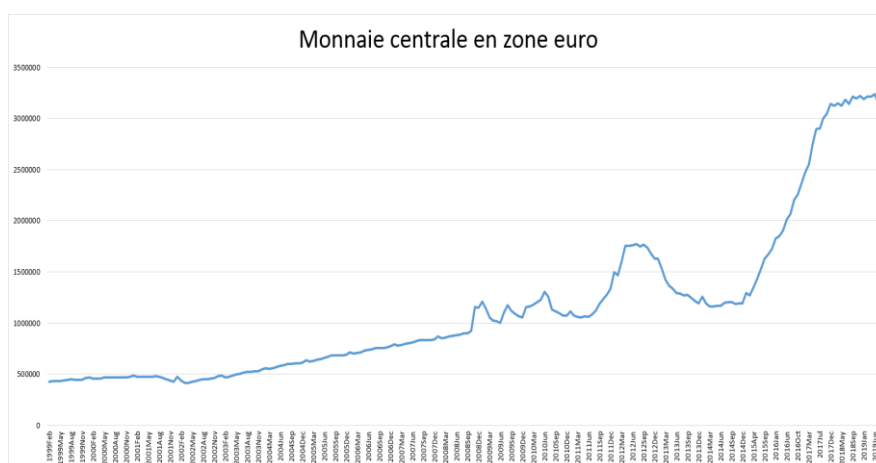
¹⁹ Directorate general for internal policies, P. DE GRAUWE, Y. JI, C. MACCHIARELLI, "TARGET (im)balances at record level: Should we worry?" IP/A/ECON/2017-04, PE 607.365, November 2017

Nous avons accès ici au versant des excédents et des déficits commerciaux des différents membres de la zone euro, mais dans une dimension purement européenne. En consultant le niveau des balances Target, on voit aisément que l'Allemagne possède un excédent très confortable sur ses voisins européens, il y a nettement plus d'euros qui rentrent en Allemagne que d'euros qui en sortent. Inversement, la quantité d'euros sortant d'Espagne est très nettement supérieure à la quantité entrante. En première approximation et dans un contexte de libre circulation des capitaux, nous pouvons dire que la répartition de la monnaie en zone euro est asymétrique, biaisée en faveur des pays du Nord. La monnaie en zone euro quitte les pays comme la France, l'Italie ou la Grèce, et pour se diriger en majorité vers l'Allemagne, le Luxembourg, la Finlande, et les Pays-Bas. Comme nous l'avons dit, cet indicateur est un complément au solde de la balance commerciale d'un pays membre de la zone euro, et fournit en plus une mesure relative de l'homogénéité monétaire de la zone.

Cependant les balances Target2 possèdent une autre dimension qui est cette fois-ci en lien avec le secteur bancaire. Comme nous l'avons expliqué, la banque commerciale de l'agent doit in fine se procurer de la monnaie centrale allemande qui pourra être créditée sur le compte de la contrepartie, et pour cela elle passe par sa banque centrale nationale. Or si la confiance est solide entre les différentes banques, alors le marché interbancaire pourra permettre aux banques des pays débiteurs d'emprunter la monnaie centrale nécessaire à leurs opérations aux banques des pays créditeurs. Dans le cas d'un marché interbancaire ralenti, pendant une période de « credit crunch » par exemple, les banques portugaises n'arriveront plus à obtenir de la monnaie centrale luxembourgeoise, ou allemande, directement auprès des autres banques de la zone euro. Ce sont donc les banques centrales nationales qui doivent s'y substituer en s'endettant elles-mêmes auprès des banques centrales créditrices afin de valider le paiement. C'est ainsi que des dettes et créances Target2 vont peu à peu s'accumuler au rythme des transactions transfrontalières au sein de la zone. Lorsqu'un blocage sur le marché se prolonge, une étape intermédiaire est obligatoire pour finaliser le règlement et c'est par l'intermédiaire des banques centrales nationales que cela est rendu possible. Le système Target2 permet de garantir le paiement des agents de la zone euro, même lorsque les banques limitent leurs prêts en conservant la monnaie centrale de leur pays. De ce fait, le cœur atomique de l'euro, en tant que monnaie commune, n'est pas endommagé, la monnaie circule sans difficulté. Même pendant le bouleversement Lehman, qui fit trembler les banques du monde entier, la libre circulation des capitaux européens n'a jamais été mise en danger. L'analyse de Target2 en termes de répartition de la monnaie doit toujours se faire en écho avec la structure et la santé du marché interbancaire, justement parce que ces balances réagissent conjointement à ces deux facteurs.

Cela étant dit, nous pouvons maintenant nous atteler à la description des différentes phases de fluctuations des balances Target2 de manière à tirer des conclusions contemporaines. Nous distinguerons trois périodes distinctes : de 2000 à 2008, 2008 à 2015, et de 2015 à nos jours. En guise d'introduction à notre propos, il est intéressant de noter la ressemblance partielle sur le plan visuel entre le graphique des taux d'intérêts à 10 ans et celui des balances Target2. Cette similitude n'est en aucun cas une coïncidence et nous allons expliquer pourquoi. Nous aurons besoin pour cela du niveau de monnaie centrale en circulation dans la zone euro.

Graphique 23 : évolution du niveau de monnaie centrale disponible en zone euro



Source : Banque Centrale Européenne « Base money. »

Depuis la concrétisation de l'euro jusqu'à la faillite de Lehman Brothers, aucune des banques centrales de la zone euro n'accumulait ni créances, ni dettes sur ses consœurs. Le niveau des balances Target2 des pays du Nord était quasiment similaire à celui des pays du Sud, la monnaie circulait de façon plutôt homogène au sein de la zone euro sans tendance de concentration particulière, malgré les solides excédents commerciaux des pays du Nord. De même, sur cette période, le marché interbancaire était dans la force de l'âge. Comme nous l'avons expliqué amplement dans la section 2, l'intégration financière de la zone euro a été grandement facilitée par des réglementations, sous l'impulsion politique de la Commission Européenne, avec en figure de proue la popularisation de montages de type « Repurchase Agreement » dont les banques ont bien profité. Le marché interbancaire avait toutes les cartes en main pour se développer optimalement. Il n'y avait aucun problème pour se financer à court terme auprès d'autres banques, donc également pour emprunter des unités de base monétaire venant de tous les autres pays. Monnaie centrale grecque, espagnole, ou finlandaise, toutes pouvaient être obtenues sans difficulté par les banques commerciales pour satisfaire le règlement des transactions entre particuliers et entreprises. On le voit sans problème en jetant un œil au niveau de monnaie centrale sur cette période. Elle suit tranquillement une tendance haussière parfaitement régulière sans à-coup, ni variations hiératiques, preuve d'un fonctionnement tout à fait normal. Deuxièmement, et toujours dans la section précédente, nous avons vu que les balances courantes des pays du Sud étaient très nettement déficitaires sur cette période, phénomène qui devrait se voir, certes dans une moindre mesure, même si le marché interbancaire était flamboyant. Cette absence d'augmentation des balances Target2 vient cette fois-ci de la répartition de la monnaie. Durant cette période de croissance généralisée, une bonne partie des fonds entrants dans les pays du Nord, issus par exemple des excédents commerciaux, ont été réinvestis, ou re-prêtés à des acteurs économiques d'un autre pays, donc en moyenne d'un pays du Nord vers un pays du Sud. Les flux monétaires scripturaux entrant dans un pays étaient partiellement compensés par des flux sortants. Le besoin de financement des pays du Sud ayant pu être satisfait via l'abondante épargne qui résidait dans le Nord, la répartition de la monnaie en zone euro évoluait de façon plutôt harmonieuse. Cette conjonction d'une confiance généralisée entre banques et d'une homogénéité assez satisfaisante dans la zone euro n'a donc pas eu d'effet sur les dettes et créances entre banques centrales nationales : les balances Target2 fluctuent de façon stochastique autour de 0.

Dans un deuxième temps, la confiance va être malmenée par l'éclatement de la bulle immobilière et le fracàs du dépôt de bilan de la quatrième banque d'investissement américaine. Le marché interbancaire va s'interrompre brutalement, et ce sont les banques centrales qui vont s'y substituer à travers des programmes de soutien. Sur notre graphique, le niveau de base monétaire perd de sa régularité conformément aux assouplissements menés pour préserver la stabilité des activités bancaires. Le stock de monnaie centrale est passé de 921 021 en octobre 2008 à 1 630 913 en janvier 2013. Par là même occasion, cela signifie qu'à présent les fluctuations des dettes et les créances rassemblées dans les balances Target2 concernent uniquement des déviations monétaires qui touchent profondément la répartition de la monnaie. Sur la période allant de 2008 à 2015, les balances Target2 complètent l'analyse des déficits ou excédents commerciaux des pays de la zone euro en mettant en évidence les phénomènes de concentration. L'arrivée de la crise économique va pousser les investisseurs à mettre fin à leurs projets dans les pays du Sud qui sont en première ligne en cas de récession mondiale. Les prêts ne vont pas être renouvelés et la baisse des débouchés dans le Sud ne va pas arranger les choses en termes d'allocation des fonds privés. Les pratiques de type « fly to quality » se ressentent aussi sur les balances Target2. Les sommes d'argent qui circulaient dans les pays du Sud sont rapatriées dans leurs pays d'origine, sous l'impulsion des prêteurs qui souhaitent se prémunir contre un risque trop élevé et donc sécuriser leurs positions. Ce mouvement de rétraction ne peut passer par le marché interbancaire qui peine à fonctionner normalement, et ce sont les banques centrales qui servent d'escale intermédiaire pour effectuer les transferts. Ce goulot d'étranglement donne naissance au premier véritable stock de dettes et de créances importantes entre banques centrales, avec l'Allemagne comme leader en termes de créance. Pour couronner les divergences, les tensions sur la stabilité des banques des pays du Sud, comme l'Irlande ou la Grèce, vont faire paniquer les épargnants des pays de la zone euro. La faillite d'une banque représenterait la perte pure et simple de l'épargne supérieure à 100 00 euros, et potentiellement une limitation des retraits d'argent liquide pendant une période indéterminée comme à Chypre. Certains agents anticipent également la sortie d'un ou de plusieurs pays de la zone euro, ce qui les pousse à transférer leurs fonds autre part. Ces deux éventualités vont suffire à pousser les épargnants les plus aisés du Sud de la zone euro à ouvrir des comptes bancaires en Allemagne, où leur épargne sera immédiatement transférée. Bis repetita, sans marché interbancaire sur pieds, les différentes banques centrales des pays du Sud s'endettent auprès de la Bundesbank, qui se met donc à accumuler des créances (la réponse à la question « pourquoi majoritairement l'Allemagne, et pas la Finlande par exemple ? » nécessite l'explication plus profonde du risque de convertibilité, et nous y reviendrons plus loin). En août 2012, elle cumule à elle seule 748 811 milliards d'euro de créances sur les autres banques centrales.

Cette dimension de hausse des balances Target2 est très volatile car elle concerne une panique généralisée sur la santé du secteur bancaire partout en zone euro. L'intervention de la Troïka pour venir en aide aux gouvernements grec et irlandais, ainsi que la création de système d'urgence, comme le Mécanisme européen de stabilité financière, dont le rôle est justement d'éviter une rupture d'un Etat avec les marchés financiers, va calmer les secousses en provenance du Sud de la zone euro. Le passage du « Variable Rate Tender » au « Fixed Rate Full Allotment » pour le refinancement des banques de second rang va marquer un pas en avant dans la volonté des autorités monétaires de maintenir les banques stables. Puis la tendance va finalement s'inverser lorsque la BCE, fin 2012, par l'intermédiaire de Mario Draghi se dira prête à « mettre en place tout ce qui est nécessaire » pour préserver la santé de la zone euro. Ce fameux « whatever it takes » va très rapidement ramener le calme dans les esprits des épargnants et des investisseurs. En moins de deux ans, le stock de créances détenues au titre de Target2 de la Bundesbank va redescendre jusqu'à 462 495 milliards d'euros en août 2014.

Enfin, troisième temps de l'analyse, les programmes de Quantitative Easing vont commencer en 2015 ce qui va accentuer encore plus les déséquilibres Target2. L'analyse conjointe des balances Target2 et du niveau de base monétaire permet sans difficulté de mettre en évidence le lien entre ces deux variables. Les banques centrales nationales vont peu à peu racheter des actifs affiliés à leur pays, cependant ces actifs ne sont parfois pas détenus nationalement. Et c'est justement ce détail qui va faire diverger encore plus les balances Target2, en effet les grands centres financiers européens ne sont pas répartis uniformément dans la zone euro, au contraire. Ils se trouvent en majorité au Luxembourg, au Pays-Bas, en Finlande, et en Allemagne, dont les structures réglementaires et fiscales permettent bien mieux le développement d'activités financiarisées. Les fonds de placements et de gestion gèrent certes de l'épargne provenant de tous les pays de la zone euro, mais légalement ils demeurent à plein temps dans des pays moins sévères fiscalement. Sachant que le marché interbancaire ne s'est toujours pas entièrement remis de sa convalescence, l'intervention des banques centrales nationales dans le processus de rachat, par l'obtention de la base monétaire des grands centres financiers, accentue encore plus la divergence synthétisée dans les balances Target2.

Finalement, que conclure des balances Target2 ainsi que de leur évolution sur notre période d'étude ? Dans un contexte de libre circulation des capitaux, dans un système de change fixe, la répartition de la monnaie sur l'ensemble de la zone euro est particulièrement inégale et asymétrique, fortement biaisée envers l'Allemagne. Le marché interbancaire est d'une importance capitale dans le fonctionnement classique de la machinerie économique. Dans le cas où la confiance règne sur les banques de second rang, alors les mécanismes Target2 ne permettent pas de mettre clairement en évidence un déséquilibre quelconque. Cependant, le « crédit-crunch » permet de tester et de valider certaines idées sur l'homogénéité de la zone euro. Des sommes importantes d'argent ont quitté les pays du Sud en direction des pays du Nord. En bout de course, nous retombons sur la problématique que nous avons soulevé dans la deuxième section concernant la convergence économique et politique. Lorsque les modèles économiques et sociaux ne sont pas sur la même longueur d'onde, la répartition de la monnaie peut vite devenir asymétrique, séquelle d'une intégration peu satisfaisante. Les zones les plus dynamiques accumulent de la monnaie, pendant que les pays plus en retard ne parviennent pas à exprimer leur plein potentiel de développement. Le thème de la convergence fiscale devient de plus en plus central lorsque la zone euro devient de plus en plus inégale en termes de dynamisme économique. La zone euro devrait dans de brefs délais se doter d'un mécanisme de redistribution qui pourrait épauler l'investissement et la consommation des pays en retard sur leurs voisins. La fortification des tissus économiques les moins lucratifs devient de plus en plus pressante pour la cohésion de la zone, qui ne dispose pour l'instant que d'un faible budget européen dont l'impact est bien trop faible pour contrebalancer l'écart béant de compétitivité entre les pays du Nord et du Sud. Enfin la mise en place de programme d'assouplissement quantitatif complexifie l'analyse qui fût possible entre 2008 et 2015. Depuis le retournement Lehman Brothers en septembre 2008, la base monétaire en zone euro est passée de 899 514 milliards à 3 147 357 milliards en juillet 2019, preuve d'une viscosité toujours problématique du marché interbancaire.

Que peut-on en conclure pour notre analyse du risque et des spreads de taux d'intérêts ? Reprenons tout d'abord nos composantes des spreads de taux en zone euro. Le risque de taux d'intérêts, le risque d'inflation, le risque de défaut, le risque de liquidité, le risque de financement, et la structure du secteur bancaire sont les principaux déterminants des spreads dans la zone euro. Puis en dernière instance, nous devons ajouter à cette liste le risque de convertibilité, qui est apparu au moment de la crise des dettes souveraines. Target2 est le solde qui approxime la santé du marché interbancaire, en écho avec le niveau de monnaie centrale.

Target2 répond à la question : « le secteur bancaire peut-il de nouveau jouer à la baisse les spreads entre pays du Nord et du Sud de la zone euro ? Le financement des banques se fera-t-il par l'utilisation de contrats en Repurchase Agreement comme entre 2000 et 2008 ? ». Du fait de sa structure même (existence de différentes bases monétaires pour chaque membre de la zone euro), Target2 donne une réponse satisfaisante qui peut servir d'appui dans des estimations. Une hausse continue sur une longue période des balances Target2 n'est pas comptable avec le retour au galop du marché interbancaire. En plus de tout cela, Target2 est un proto-indicateur sur l'intensité du risque de convertibilité. Quel lien existe-t-il entre ce solde Target2 et le fameux risque de convertibilité ?

Comme nous l'avons expliqué, le niveau des balances Target2 est un indicateur précieux du niveau d'homogénéité de la zone euro, qui joue le rôle d'un péage entre les pays de la zone euro, permettant de compléter et de donner du relief aux excédents et aux déficits des membres de la zone euro. Lorsque le marché interbancaire ne fonctionne plus correctement, nous sommes en capacité de constater vers quel pays la monnaie se dirige principalement et dans quel mesure ces déplacements monétaires sont importants, autant en volume qu'en niveau sur une période. Lorsque le marché interbancaire ne fonctionne pas, Target2 répond à la question suivante : « dans un système de libre circulation des capitaux, des marchandises, des hommes, de libre concurrence, et où les taux de changes sont fixes, vers quel pays la monnaie va-t-elle spontanément se diriger ? ». Ici, les deux clés de compréhension sont « taux de change fixe » et « spontanément ». Toute zone monétaire peut avoir une répartition inégale de sa monnaie, mais ce potentiel déséquilibre est sans cesse atténué par les mesures de redistribution fiscales et sociales qui sont le revers logique d'une monnaie commune entre différentes zones économiques dont la similitude n'est pas parfaite. Sauf que les pays de la zone euro n'ont pas encore mis en place de telles mesures. Les entrées de capitaux doivent, dans la mesure du possible, être compensées par des sorties de capitaux qui iront irriguer les zones les moins favorisées. Autrement dit, une zone monétaire ne peut pas fonctionner correctement avec des déséquilibres monétaires internes en hausse continue sur plus de 10 ans.

Suivant cette définition, Target2 permet donc une analyse rétrospective des hypothétiques mouvements de changes qui auraient pu avoir lieu, si la monnaie n'avait pas été commune. Dans un système de change flexibles, l'excédent commercial (dont l'origine est intra et extra européenne) de l'Allemagne se serait immédiatement transformé en appréciation, plus ou moins forte, de la monnaie allemande, via des entrées massives de capitaux sur son territoire ainsi que par l'achat massif de sa devise sur le marché des changes. La rupture radicale Lehman Brothers a remis en cause la cohésion du marché interbancaire, ce qui a laissé la porte ouverte aux déséquilibres monétaires structurels. Le lien entre Target2 et le risque de convertibilité est tout trouvé. Dans un climat de tensions économiques et politiques, les divergences entre banques centrales s'accroissent, symbole d'une fuite des capitaux qui va venir endommager les capacités de reprise. L'appartenance à la zone euro ne permet pas la relance par une politique monétaire soutenue directement par la banque centrale nationale, la relance par l'investissement par des déficits publics met en danger l'accès aux marchés financiers, et le taux de change fixe ne laisse pas de place à un redémarrage des exportations initiées par une monnaie moins forte. Il ne reste donc comme solution de sortie de crise, que la réduction de la dette et des déficits publics par la privatisation des secteurs publics et par une discipline budgétaire draconienne. Ou alors, une sortie de la zone euro. Ces deux scénarios parfaitement opposés ont une probabilité d'occurrence propre, variable dans le temps au gré des événements et des performances économiques nationales. Et justement, Target2 est une information importante dans l'estimation et la compréhension de la vraisemblance de cet événement. Un pays accumulant par exemple 1 000 milliards d'euros de dettes, au titre des balances Target2, est en sérieuse pénurie monétaire qui, sans mécanisme majeur de répartition, va obturer le retour de la croissance, déjà sérieusement endommagée par le retrait progressif des investissements publics.

C'est ici que l'occurrence grecque prend tout son sens, en tant que mise en situation d'une stratégie de rigueur budgétaire sans soutien direct de la banque centrale nationale. Les coûts du maintien sont de plus en plus lourds, ce qui fait d'un point de vue relatif, monter la vraisemblance d'une sortie. Le risque de convertibilité répond à cette confrontation entre ces deux éventualités, maintien et sortie alimentent les fluctuations de la prime de rendement exigée au nom du risque de convertibilité.

Pour terminer, cette hypothèse de lien entre Target2 et l'augmentation des spreads peut être testée économétriquement, comme chez Brousseau (2019), par une analyse des spreads de taux d'intérêts sur différentes maturités via une analyse en composante principale. On utilisera premièrement le montant des dettes et créances, soit l'amplitude des déséquilibres Target2 d'un côté, et deuxièmement les spreads de taux sur 4 maturités pour 4 pays de la zone euro, donc seize spreads de taux. Ces seize spreads sont obtenus en soustrayant le taux de l'OIS à 1 an, 2 ans, 5 ans et 10 ans, aux différents taux correspondants pour l'Italie, l'Espagne, la France et l'Allemagne. Les données utilisées commencent en 2004 pour s'achever en 2014, où l'influence du Quantitative Easing va comprimer les spreads. Contrairement à un ACP classique, une diagonalisation jointe de la matrice des variances-covariances des spreads et de la matrice des variances-covariances des différences premières des spreads est utilisée au lieu d'une diagonalisation simple de la matrice des variances-covariances des spreads.²⁰

Graphique 24 : analyse en composante principale des spreads de taux et des déséquilibres Target2.



Source : Graphique réalisé par V. Brousseau (2019).

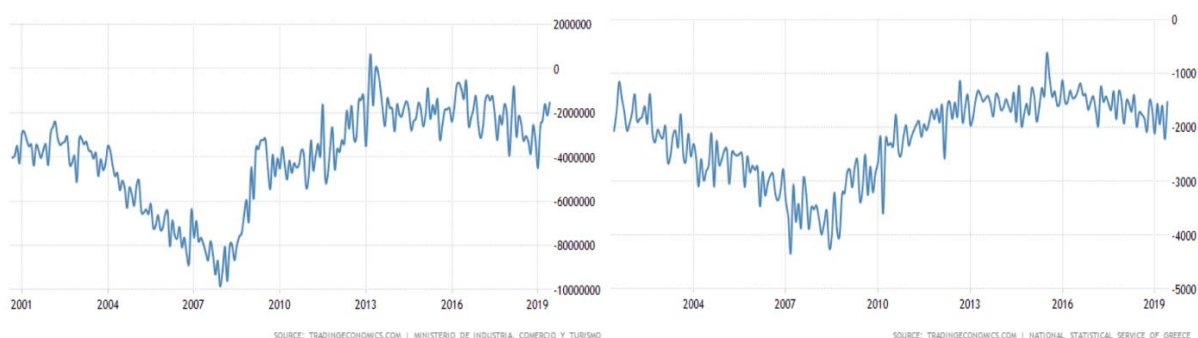
Cette régression en composante principale offre une belle régularité entre le montant des déséquilibres Target2 et le facteur principal d'explication des spreads, sur cette période d'étude.

²⁰ Détail et utilité de la méthode statistique dans V. Brousseau, A. Durré « Sur une représentation paramétrique affine de la courbe des taux. » BCE, Research Gate, January 2014. Forum financier / revue bancaire et financière 2014/4

Cette décomposition recroise l'analyse en trois périodes du solde Target2, et également le point de rupture des taux d'intérêts à 10 ans. Un lien aussi étroit entre ces deux composantes peut effectivement être le risque de convertibilité, qui augmente à mesure qu'un déséquilibre s'accroît. Dans un contexte de croissance faible et de tensions sur les marchés, plus la banque centrale d'un pays accumule de dette au titre des balances Target2, plus la probabilité d'une sortie de la zone euro devient vraisemblable par rapport à la probabilité de maintien. Dans ce cadre de pensée, un investisseur exigera une prime de risque supplémentaire afin de se couvrir contre ce risque précis. Ce supplément de rendement a pour but de répondre aux questionnements suivants. « En termes de placement et d'investissement, qu'implique une sortie d'un pays de la zone euro ? Quelle sera la tendance de la monnaie dans laquelle le pays emprunteur va rembourser les fonds ? » Stricto sensu, le pays ne fait pas défaut sur sa dette, cependant la valeur des fonds placés va fluctuer au rythme des variations de la nouvelle monnaie, fluctuations qui peuvent tout à fait engendrer une perte ou un gain. Il faut donc impérativement se couvrir contre les potentiels pertes, en demandant une prime de rendement. Pour illustrer, reprenons le cas de la Grèce. Prise au beau milieu de la crise des Subprimes en 2008, puis profondément empêtrée dans une crise de la balance des paiements, son taux d'intérêts à 10 ans a atteint son maximum en avril 2012 à 25.4 %. En effet, en cas de sortie de la Grèce de la zone euro, la nouvelle drachme aurait certainement subi une baisse importante, donc le capital prêté aurait également subi une dépréciation, et une perte irréductible pour l'investisseur. Cela étant dit, nous pouvons revisiter les comportements de transferts bancaires à la lumière de ce risque de convertibilité. Le raisonnement est peu ou prou le même, les épargnants fortunés extraient leur épargne du pays dans lequel la probabilité conjointe de sortie de la zone euro, et de dépréciation de la nouvelle monnaie, est la plus élevée, pour ensuite se diriger vers des pays où cette probabilité est plus faible. Cet élément de compréhension n'est évidemment pas l'unique déterminant. Un épargnant peut décemment penser qu'un gouvernement, une fois sorti de la zone euro, souhaitera au plus vite obtenir l'aide directe de sa banque centrale, ce qui peut impliquer une inflation bien plus élevée. De même, si la nouvelle monnaie en vigueur perd rapidement de la valeur, alors le prix des importations risque de monter ce qui alimente encore la probabilité d'occurrence d'une inflation assez élevée. Tous ces éléments s'imbriquent et se regroupent dans la notion de risque de convertibilité, qui modélise les pertes (ou les gains) engendrées par une sortie d'un pays de la zone euro.

A présent, la question des rendements souverains, de leurs spreads, et donc du positionnement des investisseurs face au risque prend un tout nouveau sens. Comment un portefeuille lambda réagira-t-il à la sortie d'un pays de l'euro ? Ou à la fin de la zone euro purement et simplement, en cas de dissolution concertée ? Une fois de plus, la spécification Nord-Sud ressort ici aussi comme scénario privilégié. Pour rester le plus général dans cette projection post-euro, la conjonction des déficits extérieurs depuis plus de 20 ans, ainsi que les dettes au titre de Target2, laisse pressentir une dépréciation des potentielles nouvelles monnaies de l'Espagne ou de la Grèce. Les différents modèles de gestion du risque mis en place par les banques ne peuvent se permettre d'omettre une donnée aussi importante que celle-ci. Une sortie en catastrophe d'un pays comme l'Espagne pourra engendrer de graves pertes sur les portefeuilles obligataires détenus par les banques d'investissement et par certains hedges-funds créanciers de ces mêmes banques.

Graphique 25 : évolution des déficits commerciaux grecs et espagnols.



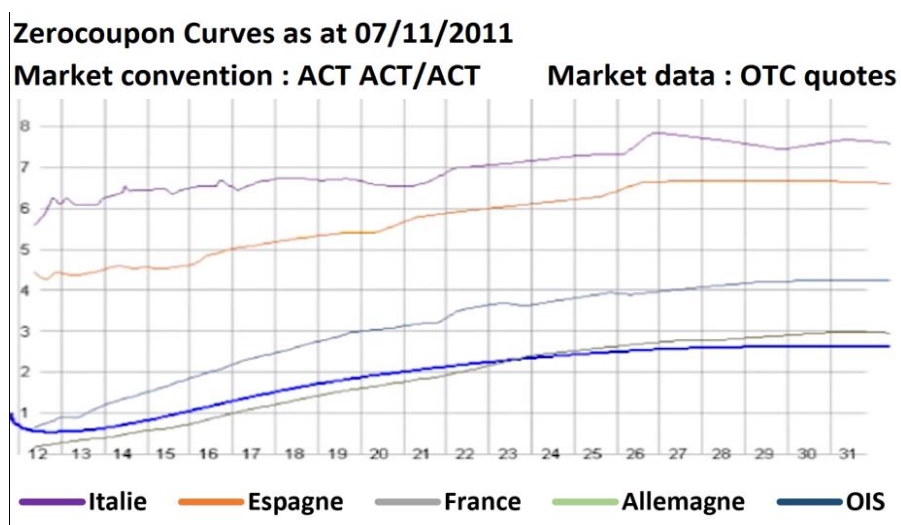
Source : Trading Economics

En complément, les fluctuations de change peuvent être sujet à des mouvements très brusques, qui peuvent être auto-réalisateurs. Si une majorité des investisseurs pensent bien que la nouvelle drachme se dépréciera fortement face à l'euro et au dollar, et qu'ils se positionnent en conséquence, alors effectivement la nouvelle monnaie grecque perdra de la rapidité de la valeur. Ce type de mécanisme sur les taux de change correspond au concept « d'overshooting » développé par Rudi Dornbusch dans son analyse de la volatilité des monnaies. L'information quant à la sortie d'un pays comme l'Espagne de la zone euro pourrait être surinterprétée, encore plus dans un cas de tensions politiques et économiques, avec à la clé des mouvements sur les taux de changes encore plus volatiles et brutaux. Cela étant dit, qu'est ce qui nous fait dire que les investisseurs pensent effectivement de cette façon en ce moment, alors qu'aucun pays n'est encore sorti de la zone euro ? Quelle variable est en mesure de nous informer sur le positionnement des agents par rapport au risque de convertibilité ? Premièrement, les mouvements de type « fly to quality » certifient un besoin des investisseurs de se prémunir très rapidement contre l'augmentation d'un risque. La crise des Subprimes en est la démonstration la plus directe pour ce qui est du risque de crédit, associé au non-remboursement du capital. De plus la crise des dettes souveraines a confirmé la profonde séparation entre le cœur de la zone euro et les pays de la périphérie, et les comportements de transferts bancaires l'illustrent tristement. Qu'en est-il aujourd'hui ? L'élément le plus pertinent pour analyser l'intensité du risque de convertibilité pour les investisseurs est la courbe des taux de l'Allemagne. En effet, le taux d'intérêts nominal allemand à 10 ans peut se comprendre comme un signe d'un positionnement par rapport au risque de convertibilité sur la zone euro. Ce dernier constitue véritablement un cas d'école puisqu'il a été négatif plusieurs fois, une première fois en 2016, puis depuis avril 2019.

Graphique 26 : taux à 10 ans des obligations souveraines allemandes entre 2015 et 2019.



Graphique 27 : courbe de taux souverains par rapport à la courbe OIS en 2011.



Source : Banque Centrale Européenne. Graphique pensé et réalisé par V. Brousseau (2011).

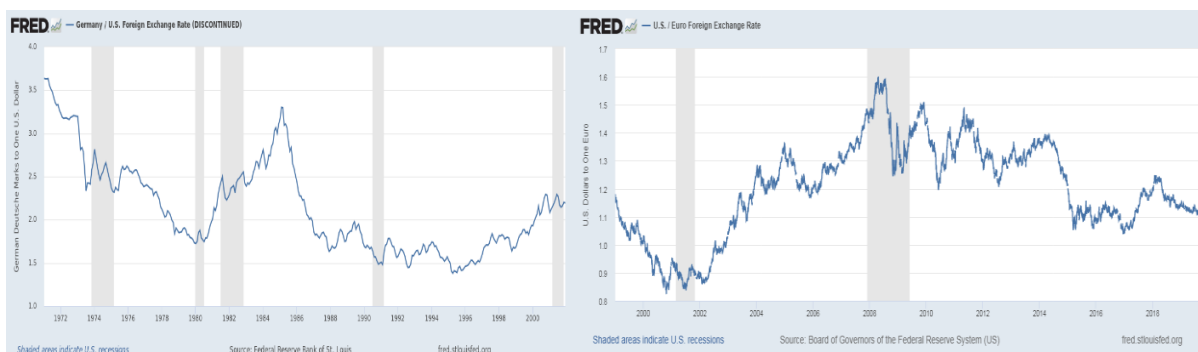
Plus la maturité est longue, plus les risques sont élevés, notamment celui de liquidité et de convertibilité. Dans ce cas, pourquoi une majorité d'investisseurs serait-elle prête à placer son argent visiblement à perte sur une durée aussi longue ? Comme on peut le voir sur le deuxième graphique ci-contre, la courbe des taux allemande possède une partie en dessous de la courbe « Overnight Interest Swap ». Compte tenu de l'amplitude des spreads, comment peut-on expliquer un tel phénomène ? Le déséquilibre entre offre et demande de titres souverains longs allemands a engendré une baisse significative, qu'elle devrait en théorie résorber. Le risque de convertibilité est une explication de cette tendance ultra-baissière des taux longs allemands. Dans cette optique de placement, le prêt à taux nominal négatif à l'Allemagne a pour but sous-jacent de se protéger contre tous les risques à la fois : liquidité, crédit, financement, convertibilité. Dans le pire des scénarios, donc celui d'une fin de la zone euro, le remboursement des intérêts et du principal se fera en nouvelle monnaie allemande, qui, dans le pire des cas ne se dépréciera pas trop face au dollar, et qui selon toute vraisemblance s'appréciera face aux autres monnaies du monde. L'investisseur averse au risque acceptera donc de payer un taux d'intérêts nominal négatif afin de sécuriser ses positions obligataires dans la zone euro. Prêter des euros à court terme, recevoir des Nouveaux Marks dont la valeur aura sûrement monté. Même dans le pire des cas, l'investisseur est à couvert vis-à-vis d'un retournement majeur dans la zone euro. Pour illustrer notre propos, penchons-nous plus précisément sur le cas allemand qui synthétise le mieux notre analyse du risque en zone euro.

Pourquoi le « Nouveau Mark » monterait-il ?

Cette question synthétise très bien la situation complexe dans laquelle se trouve actuellement les différents investisseurs sceptiques quant à la future situation monétaire des pays de la zone euro. L'allocation des fonds demeure la préoccupation première des gérants de fonds, qui sans cesse guettent de nouvelles informations qui viendraient modifier la tendance. Deux principaux cas de figure se présentent : la sortie unilatérale d'un seul pays, la sortie d'un grand pays (France, Italie, Espagne, Portugal) qui pourrait marquer la fin prématurée de la zone euro.

Pour commencer, le profil historique du Mark constitue un bon point de départ. Sur le premier graphique ci-contre, le Deutsche Mark gravitait en moyenne autour des \$1.68 entre 1990 et 2000. La tendance de fluctuation est globalement stable jusqu'en 1995 où la tendance passe à la hausse. Rien d'anormal, étant donné que l'économie allemande est, depuis très longtemps, fortement tournée vers les marchés extérieurs. L'appareil industriel allemand se place parmi les plus performants du monde dans de nombreux secteurs de pointe : les machines-outils, l'automobile, etc ... autant de secteurs où les allemands tirent avec brio leurs épingles du jeu, autant sur la scène européenne qu'internationale.

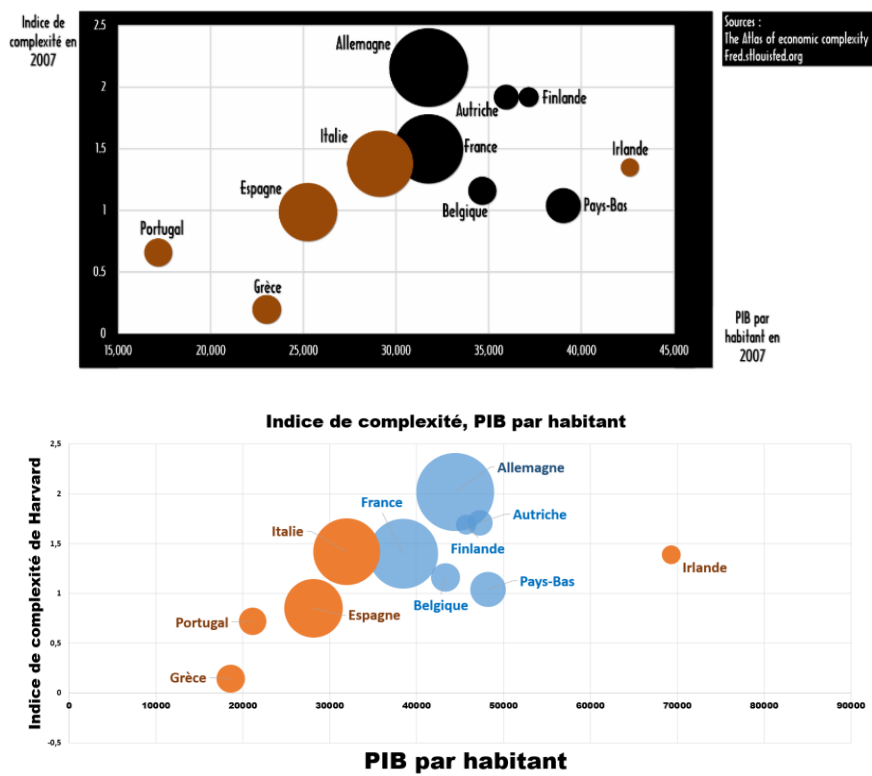
Graphique 28 : évolutions des taux de change Mark / Dollar entre 1972 et 2000, et Dollar / Euro entre 2000 et 2018.



Source : Federal Reserve Bank of St. Louis

Cela n'a en effet rien de particulièrement étonnant compte tenu de l'implantation à l'étranger des industries allemandes, ou encore de l'image de marque que développa l'Allemagne au cours de son développement. Ces fondamentaux économiques sont loin d'avoir changé depuis 30 ans, ce qui soutient une fois de plus l'idée que l'hypothétique nouvelle monnaie allemande aurait une tendance clairement haussière. Pour mieux comprendre le positionnement de la puissance allemande dans la zone euro et dans le monde, nous choisissons d'utiliser l'indicateur de complexité d'Harvard pour cerner les différents profils en matière de compétitivité. Les deux figures suivantes placent les différents pays de la zone euro, en fonction de deux critères : l'indice de complexité en ordonnée, et en abscisse le PIB par habitant. Le diamètre des cercles est fonction de la population du pays, et deux couleurs sont utilisées pour bien différencier les deux zones économiques qui se sont scindées depuis la crise de 2008. Le but est d'obtenir une vue d'ensemble de la zone euro en termes de compétitivité et de richesses, d'abord juste avant la crise en 2007, puis après le retournement Lehman en 2019. Comme nous le voyons sur les deux exercices sélectionnés, l'Allemagne rafle la médaille d'or de la compétitivité-complexité dans la zone euro, certes talonnée par l'Autriche et la Finlande, pays beaucoup moins peuplés s'il en est.

Graphique 29 : positionnement relatif des pays de la zone euro en termes de compétitivité et de richesses, en 2007 et en 2019.



Sources : OCDE, The Atlas of economic complexity, Federal Reserve Bank of St. Louis. Schéma pensé par Gilles Mitteau.

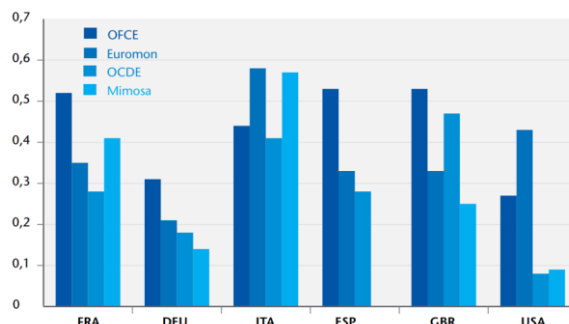
Cette double représentation a pour but de montrer le statut privilégié que l'Allemagne a su conserver depuis l'entrée dans la zone euro, en termes de robustesse économique et d'attractivité. Un tissu économique solide et fortement diversifié constitue un amortisseur très rassurant en cas de récession mondiale. Pour le dire autrement, il n'est pas aisé de substituer un produit allemand par un autre tout en conservant une qualité similaire. La conséquence logique de cette solidité, c'est une excellente attractivité en termes d'investissements privés, ce qui signifie que l'Allemagne est la dernière sur la liste des pays à éviter en cas de chute de la croissance mondiale. Le Portugal risque beaucoup plus des phénomènes de fuite des capitaux que l'Allemagne justement à cause d'une compétitivité moins forte et d'un PIB plus faible. L'histoire de la puissance allemande, en comparaison avec la France est particulièrement bien développée dans M. Lemoigne et X. Ragot (2015).

« Entre 1993 et 2012, le rapport qualité-prix allemand a augmenté de l'ordre 19 % par rapport à celui de la France. Comme on a vu que l'indice des prix du secteur exposé allemand a cru plus vite que l'indice des prix du secteur des biens échangeables français, cela signifie que la hausse de la qualité des biens allemands a plus que compensé la hausse des prix allemands à l'exportation. Ainsi, l'effet qualité des biens allemands est sans conteste une cause essentielle pour comprendre le dynamisme des exportations allemandes. » (Mathilde Lemoigne, Xavier Ragot, 2015)

B. Ducoudré et E. Heyer (2014) ont justement testé les valeurs des élasticités-prix pour plusieurs pays du monde, et ont comparé leurs résultats avec ceux de la littérature en vigueur. Pour ce qui est de l'élasticité-prix des exportations, les résultats pour la France, l'Allemagne, l'Italie, et l'Espagne sont présentés dans leur graphique numéro 9, ci-dessous.

Vis-à-vis de ces partenaires européens, Les entreprises exportatrices allemandes possèdent bien un pouvoir de marché plus important. L'implantation des firmes allemandes à l'internationale permet de ne pas subir de changements radicaux au niveau des marges, en cas d'appréciation ou même de dépréciation du taux de change.

Graphique 30 : Elasticité-prix des prix d'exportations : une revue de la littérature.



Source : B. Ducoudré et E. Heyer (2014)

Pour terminer sur cette question, nous pouvons jeter un œil dans les autres pays du monde. Sur le plan mondial à présent, la Suisse, le Japon et la Corée du Sud se partagent le podium. Le Japon profite de son industrie de pointe en matière de nouvelles technologies, ainsi que de son statut d'assembleur pour décrocher la première place. Le parallèle avec l'économie nippone n'est pas erroné. Le yen japonais fait toujours partie des monnaies sûres qui jouissent d'une bonne réputation à l'international, même en cas d'incertitude économique. Les titres souverains japonais sont également notés AAA par les agences de notations, et éligibles comme garanties pour le nantissement des emprunts. Enfin, le niveau du yen par rapport au dollar est tout sauf un détail pour la Banque Centrale du Japon, qui doit veiller à ne pas étrangler les exportations en cas de remontée très brusque. L'indicateur d'Harvard est tout à fait critiquable et ne constitue évidemment pas une valeur absolue de la compétitivité d'un pays, une sorte de constante fondamentale. Mais cet indicateur demeure néanmoins une estimation plus que correcte de la compétitivité d'un pays, lorsqu'on souhaite obtenir une première approximation. Nous y viendrons en fin de propos mais le cas du franc suisse est d'une aide précieuse dans l'analyse de notre voisin allemand, car lui aussi est fortement haussier, ce qui lui a d'ailleurs permis d'obtenir, non sans mérite, le statut de valeur refuge sur les marchés. Gardons cet élément à l'esprit lorsque nous analyserons le profil potentiel du Mark post-euro.

Tableau 3 : Classement des pays par ordre décroissant de complexité.

Rank	Abbrev	Country	ECI Value
1	JPN	Japan	2.28
2	CHE	Switzerland	2.14
3	KOR	Korea (Republic of)	2.05
4	DEU	Germany	2.02
5	SGP	Singapore	1.81
6	CZE	Czech Republic	1.79
7	AUT	Austria	1.71
8	FIN	Finland	1.69
9	SWE	Sweden	1.67
10	HUN	Hungary	1.64
11	SVN	Slovenia	1.57
12	USA	United States of America	1.47
13	ITA	Italy	1.42
14	GBR	United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland	1.42
15	SVK	Slovakia	1.41
16	FRA	France	1.4

Source : The Atlas of economic complexity

Le panorama économique de l'Allemagne ne serait pas complet tant que l'on n'aura pas évoqué les réformes Hartz mises en place par le chancelier Schroeder pour faciliter les embauches et la fluidité du marché du travail. Il en résulta une forte contraction des conditions d'accès à l'aide sociale, ainsi qu'une réduction du montant de l'aide. Ces réformes d'inspiration furent d'ailleurs au centre de nombreuses critiques émises par des analystes politico-économiques, puisque leur efficacité ne se comprend jamais de façon isolée, mais toujours par rapport aux autres pays. Baisser de façon unilatérale son coût du travail peut s'analyser comme une dévaluation compétitive qui permet au pays en question de tirer avantage du différentiel de coûts salariaux avec les autres pays. Mais dans le cas où tous les pays mettent simultanément en place des dévaluations internes, alors la situation des pays ne change pas, et le résultat concret est une baisse généralisée des revenus des travailleurs, une sorte d'expérience pratique d'un mécanisme à la Duopole de Bertrand.

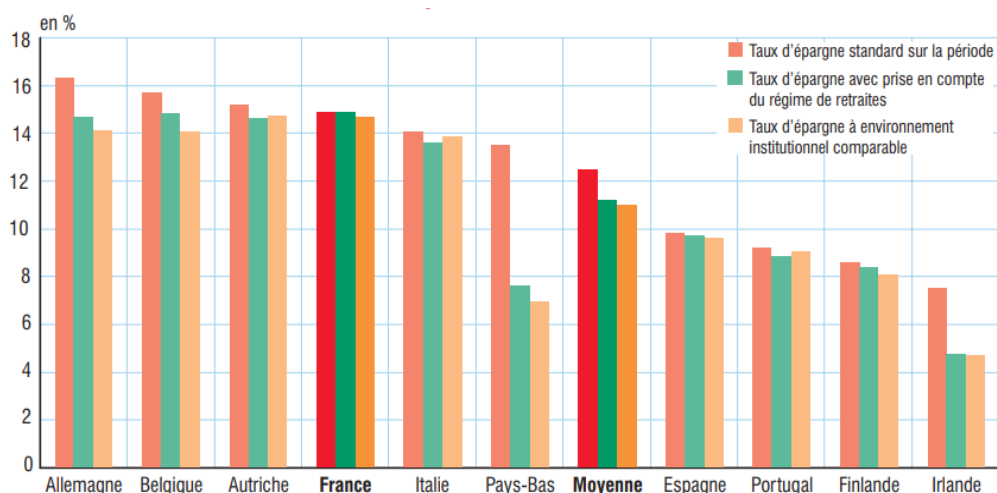
« Alors que les pays européens commercent majoritairement les uns avec les autres et se concurrencent fortement sur les marchés d'exportation, la recherche de gains de compétitivité via une politique de désinflation ne peut qu'échouer en zone euro si tous les pays adoptent la même stratégie. » (Bruno Ducoudré, Éric Heyer, OFCE 2014)

Cette notion de désajustements salariaux sera d'ailleurs reconnue comme problématique par la Commission Européenne en 2011. Cette réticence à effectuer une réévaluation interne des salaires afin de réduire les écarts de coûts salariaux trouve une fois de plus son explication dans l'importance des exportations pour les firmes allemandes. Pour Gabor, Ban et de Grauwe, des mesures de relances via une politique de hausse de la demande interne sont perçues comme particulièrement risquées pour les firmes exportatrices. Elles y voient un affaiblissement relatif par rapport à la Chine ou la Corée qui pourraient en tirer profit. L'enjeu étant des marchés mondiaux, le tissu syndical allemand s'est toujours vivement opposé à de telles politiques. Enclencher une remise à plat de la politique en matière d'emploi est tout sauf un thème tertiaire pour les entreprises allemandes, et cet atout dans leur manche y est pour beaucoup dans le dynamisme des exportations, autant au sein de la zone euro qu'au-delà.

« Bien qu'il faille considérer la dynamique de tous ces facteurs de manière conjointe, le tableau précédent révèle également que la modération salariale allemande dans les secteurs abrité et exposé [...] contribue pour près de 90 % à l'écart des coûts de production entre la France et l'Allemagne. » (Mathilde Lemoigne, Xavier Ragot, 2015)

Les ménages germaniques sont aussi connus pour être des épargnants assidus et stricts, ce qui fut d'ailleurs l'une des motivations principales de l'instauration de l'euro : éliminer le risque de change et ainsi permettre à toute cette épargne accumulée dans les pays plus riches, donc où les ménages sont en capacité de constituer une épargne solide, de venir s'investir dans les pays du Sud clairement en besoin de financement. La constitution d'une poche de financement durable constitue un avantage conséquent pour les entreprises, qui peuvent compter sur cette manne financière pour lancer des projets à plus ou moins long terme, sans avoir à craindre une coupure nette des fonds. Pour F. Hayek et L. Von Mises, le décalage entre le besoin de financement et le niveau d'épargne des ménages est un élément central dans la compréhension des retournements de la conjoncture, dont la source vient d'une insuffisance de l'épargne face à un surinvestissement.

Graphique 31 : taux d'épargne dans la zone : revue de la littérature.



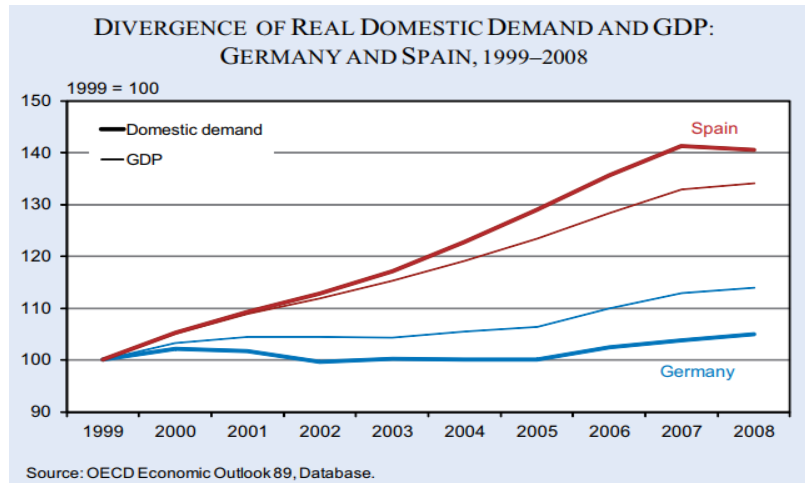
Note : la prise en compte du système de retraite consiste à retrancher, à l'épargne des ménages et à leur revenu disponible brut, le montant des cotisations effectuées dans le cadre de systèmes de retraite par capitalisation, y compris les cotisations supplémentaires issues du rendement des sommes épargnées, nettes des pensions versées (agrégat D8 de la comptabilité nationale). Le taux d'épargne à environnement institutionnel comparable cumule les retraitements relatifs à la nature du régime de retraite, à la fourniture de services publics individualisables par les administrations publiques et à la structure du système fiscal.
 Source : OCDE, calcul des auteurs.

Source : OCDE, INSEE, L. Galiana, Q. Lafféter et O. Simon

L'aspect qu'il nous faut garder à l'esprit se résume plutôt à ceci : qu'est-ce qu'implique un taux d'épargne élevé pour un pays ? Au-delà des considérations politiques ou éthiques, le revers parfaitement logique de cette médaille est une consommation domestique bien plus faible. Cette composante structurelle de l'économie allemande vient s'ajouter au modèle global où le marché extérieur explique une bonne partie de la réussite, comme nous l'avons vu pour les salaires. L'alliance d'un appareil productif ultra-performant mais d'une consommation faiblarde laisse entrevoir un risque potentiel de surproduction, à moins justement que ce surplus de production ne trouve preneur sur les marchés internationaux. Et c'est justement le cas, comme le montre le graphique X ci-dessous. L'écart entre la demande réelle allemande et espagnole ne cesse de se creuser pour atteindre son maximum en 2007. Cette dépendance à l'exportation montre bien l'importance de chaque élément dans l'élaboration des politiques économiques et sociales, ainsi que leurs conséquences pour la puissance allemande.

« Elle se situe à cet égard en contrepoint du reste de l'Europe : au cours des années 2000, la demande intérieure allemande n'augmentait que de 10%, tandis qu'elle augmentait de près de 35% en moyenne dans le reste de la zone euro entre 2000 et 2008. Alors que le reste de l'Europe voit sa croissance tirée (ou maintenue en stagnation) par la demande intérieure, l'Allemagne doit sa croissance à ses performances commerciales, et l'orientation géographique de ses exportations. » (Mathilde Lemoigne, Xavier Ragot, 2015)

Graphique 32 : Divergence de la demande intérieure réelle et du PIB, Allemagne et Espagne



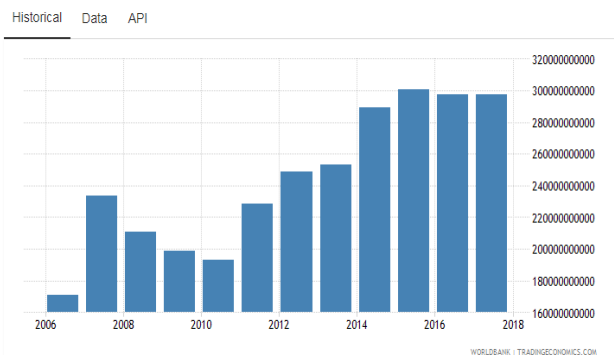
Source : Olivier Landmann²¹

« En particulier, la France et l’Italie ont souffert de la pression concurrentielle exercée par les entreprises allemandes, qui ont été favorisées par la politique de désinflation compétitive et poussées à la conquête de nouveaux marchés à l’exportation par une demande intérieure atone. Les autres pays de la zone ont aussi souffert de l’euro et de la concurrence allemande mais ont cependant une structure de commerce plus éloignée de celle de l’Allemagne que la France et dans une moindre mesure l’Italie. » (Christophe Blot, Marion Cochard, Frédéric Reynès, OFCE 2007)

Le résultat de cette imbrication de différents facteurs économiques, sociaux, et historiques ne s’est pas fait attendre, comme en témoigne les très confortables excédents commerciaux de l’Allemagne par rapport aux autres pays du monde. La réussite sur le plan extérieur se fait sentir dès l’entrée dans l’euro, où le déficit extérieur va se transformer en excédents solides, qui ne cesseront de croître jusqu’à aujourd’hui. Le solde de la balance courante va passer de -1.18 % du PIB en janvier 2001 à +8.3 % en 2016. En 2013, 2014 et 2016, l’Allemagne s’est accaparée la première place du podium, au nez et à la barbe de la Chine.

Tableau 4 : évolutions des excédents commerciaux des pays du monde, et précisément de l’Allemagne.

	In billions of USD				In percent of World GDP				In percent of GDP			
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
Top 15 Surplus Economies in 2016												
Germany	251.8	289.7	288.5	299.0	0.3	0.4	0.4	0.4	6.7	7.5	8.6	8.3
China	148.2	236.0	304.2	136.4	0.2	0.3	0.4	0.3	1.5	2.2	2.7	1.7
Japan	45.9	36.8	134.1	188.1	0.1	0.0	0.2	0.3	0.9	0.8	3.1	3.8
Korea	81.1	84.4	105.9	98.7	0.1	0.1	0.1	0.1	6.2	6.0	7.7	7.0
Switzerland	79.0	82.8	77.3	79.4	0.1	0.1	0.1	0.1	11.5	8.8	11.5	10.7
Taiwan Province of China	58.1	63.8	76.2	75.3	0.1	0.1	0.1	0.1	10.4	12.0	14.5	14.2
Netherlands	85.5	78.6	66.2	64.8	0.1	0.1	0.1	0.1	9.9	8.9	8.8	8.4
Singapore	51.2	60.8	53.8	56.5	0.1	0.1	0.1	0.1	16.9	18.7	18.1	19.0
Italy	20.5	40.5	26.3	47.3	0.0	0.1	0.0	0.1	1.0	1.9	1.4	2.6
Thailand	-4.8	15.1	32.1	46.8	0.0	0.0	0.0	0.1	-1.2	3.7	8.1	11.5
Denmark	26.7	31.4	27.6	24.3	0.0	0.0	0.0	0.0	7.8	8.9	9.2	7.9
Spain	20.7	34.9	36.3	24.1	0.0	0.0	0.0	0.0	1.5	1.1	1.4	2.0
Sweden	30.5	26.6	23.3	23.1	0.0	0.0	0.0	0.0	5.3	4.6	4.7	4.5
Iran	26.5	13.6	9.0	10.9	0.0	0.0	0.0	0.0	6.6	3.2	2.3	2.4
Russia	13.4	37.3	68.9	25.0	0.0	0.1	0.1	0.0	1.3	2.8	5.0	1.9
Top 15 Deficit Economies in 2016												
United States	-180.5	-371.8	-484.6	-451.7	-0.5	-0.5	-0.6	-0.6	-2.1	-2.1	-2.4	-2.4
United Kingdom	-119.6	-140.0	-122.7	-114.5	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-4.4	-4.7	-4.3	-4.4
Canada	-59.4	-43.6	-52.8	-50.5	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-3.2	-2.4	-3.4	-3.3
Australia	-48.3	-45.7	-38.2	-33.3	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-3.2	-2.9	-4.7	-2.6
Turkey	-63.6	-43.6	-32.1	-32.6	-0.1	-0.1	0.0	0.0	-6.7	-4.7	-3.7	-3.8
Mexico	-31.0	-26.2	-33.3	-27.9	0.0	0.0	0.0	0.0	-2.5	-2.0	-2.9	-2.7
France	-24.6	-36.2	-30.7	-24.5	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.9	-1.3	-0.4	-1.0
Algeria	0.8	-9.4	-27.3	-26.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	-4.4	-16.6	-16.9



Source : FMI, Trading Economics.

²¹ Olivier Landman, “On the Macroeconomics of European Divergence.” CESifo Forum, Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich, Vol. 12, Iss. 2, pp. 19-25

Le parallèle avec la Chine est loin d'être anodin, car la Banque Centrale chinoise, sous contrôle de son gouvernement, fut vivement critiquée au sujet de la potentielle sous-évaluation du yuan. Quelle est la situation de l'Allemagne en termes de taux de change ? Le constat semble être partagé dans la littérature : le niveau de l'euro joue en faveur de l'appareil exportateur allemand. De nombreuses études furent publiés par des instituts de premier plan concernant les réformes possibles à mettre en place dans l'optique de donner un coup de pouce à la croissance. Ces documents faisaient tous référence au niveau de l'euro pour analyser la situation de certains pays. Par exemple, la croissance française pourrait profiter d'une baisse de son taux de change.

« La Direction générale du Trésor considère qu'une baisse de 10 % du taux de change effectif de l'euro (contre toutes monnaies) permettrait la première année d'accroître notre PIB de 0,6 point, de créer 30 000 emplois, de réduire le déficit public de 0,2 point de PIB et d'augmenter les prix à la consommation de 0,5 %. » (Bruno Ducoudré, Éric Heyer, OFCE 2014 Issu du Rapport économique social et financier du PLF 2014.)

On peut tout à fait s'opposer à cette recommandation, néanmoins, cela vient s'ajouter à la longue liste des intervenants économiques de premier plan qui considèrent le niveau de l'euro comme un très puissant levier d'action concernant le redémarrage des économies, mises en difficulté depuis quelques années, et flirtant d'un peu trop près avec la déflation. La nette démarcation Nord-Sud se ressent aussi de ce côté, les appareils productifs espagnols et italiens pourraient nettement améliorer leurs marges en cas de dépréciation suffisante de l'euro.

« L'Espagne bénéficierait le plus d'une dépréciation du taux de change de l'euro (tableau 6). En cas de gain de compétitivité-prix via une politique de désinflation compétitive, c'est l'Espagne qui gagnerait aussi le plus. L'Allemagne verrait ses exportations augmenter moins que l'Espagne et l'Italie, mais autant que la France [...]. » (Bruno Ducoudré, Éric Heyer, OFCE 2014)

Nous pouvons commencer de tour d'horizon par le bilan annuel du FMI. Selon diverses méthodes d'estimations, le niveau de l'euro serait en moyenne surévalué pour la France de 6.8 %. Et pour l'Allemagne, le constat est totalement inverse puisque cette fois-ci, les auteurs obtiennent une surévaluation de l'ordre de 10 %.

Analyse du FMI pour la France, puis pour l'Allemagne.

Real exchange rate	<p>Background. Following a gradual decline after the global financial crisis that amounted, cumulatively, to about 10 percent, the REER, measured on both ULC and CPI bases, appreciated modestly in 2016, by about ½ percent compared to 2015.</p> <p>Assessment. The EBA Level REER regression model estimates a 6.8 percent overvaluation, while the overvaluation suggested by the staff's assessment of the CA gap is a range of about 8 to 14 percent using standard trade elasticities. The EBA Index REER model, on the other hand, estimates an undervaluation of -2.4 percent. Taking into account the superior fit of the CA model for France, as well as the evidence from ULC and the Level regression model, the staff assessment is that the REER is 8-14 percent overvalued. 2/</p>
Real exchange rate	<p>Background. The yearly average CPI based real effective exchange rate (REER) was broadly unchanged relative to 2015, as have the nominal effective exchange rate and the ULC-based REER, as the euro remained stable vis-à-vis the U.S. dollar, but appreciated relative to the sterling and the renminbi. The REER through May 2017 showed a very minor depreciation relative to the 2016 average.</p> <p>Assessment. Staff's assessment for 2016 is of a REER undervaluation of 10–20 percent. The EBA REER Level model yields an undervaluation of about 18 percent. The undervaluation implied by the CA regression model using standard trade elasticities is 11–16 percent. 2/</p>

Source : FMI Working Paper 2017²²

²² FMI "External Sector Report - Individual Economy Assessments." Press Release No. 17/303, p.23 p.25, July 28, 2017 Washington, D.C. 20431 USA

Continuons ensuite avec le département de recherche de Bank of America qui étudie l'impact sur la croissance et sur les exportations d'une sortie pure et simple de la zone euro. Selon cette analyse, les cinq pays du Sud, mis à mal pendant la crise des dettes souveraines, pourraient bénéficier d'une sortie de la zone euro, sur leurs exportations et sur leur croissance.

Tableau 5 : impact sur la croissance d'une sortie de la zone euro

	Germany	France	Italy	Spain	Netherl.	Belgium	Austria	Greece	Portugal	Ireland	Finland
(1) Δ in exchange rate	-15%	5%	11%	6%	5%	5%	-3%	12%	4%	7%	5%
(2) export/GDP	0.5	0.3	0.3	0.3	0.8	0.8	0.6	0.2	0.3	1.0	0,4
(1)*(2) = Δ export as a share of GDP	-7%	1%	3%	2%	4%	4%	-2%	3%	1%	7%	2%
Output gap	1%	3%	3%	6%	1%	0%	1%	8%	3%	9%	1%
Constrained growth impact	-7%	1%	3%	2%	1%	0%	-2%	3%	1%	7%	1%
Rank	11	5	2	4	7	9	10	3	6	1	8

Source : Bank of America Merrill Lynch Global Research, OECD, Eurostat

Pour en terminer sur ce thème, Blot, Reynès et Cochard (2007) ont analysé les conséquences de la période d'euro fort entre 2001 et 2006. Malgré la baisse du prix des importations, cette hausse semble avoir été plus coûteuse que bénéfique pour les pays de la zone euro. Les gains obtenus sur le front de l'énergie et du pétrole n'ont pas été suffisamment hauts pour permettre aux entreprises de maintenir leur compétitivité-prix. Une fois de plus, les pays du Nord les plus diversifiés parviennent à passer au travers des baisses de compétitivité de leurs entreprises exportatrices.

« Tous les pays de la zone, hormis l'Allemagne et la Finlande, ont ainsi vu leurs marges à l'exportation chuter au cours des cinq dernières années. Les entreprises françaises, par exemple, ont simultanément contenu la croissance des coûts salariaux unitaires et réduit leurs marges à l'exportation de 4,3 % entre 2001-2007, parvenant ainsi à limiter la dégradation de la compétitivité à 0,9 % entre 2001 et 2007, pour une appréciation du taux de change effectif réel de 7,5 % sur la même période. » (Christophe Blot, Marion Cochard, Frédéric Reynès, OFCE 2007)

Toujours dans cette optique de compréhension du différentiel de change entre euro et Nouveau Deutsch mark, il faut aussi prendre en compte l'influence que peuvent tout à fait jouer les politiques monétaires non-conventionnelles, tel que le Quantitative Easing mené à de maintes reprises par la BCE. Pour C. Guillaumin et H. Raymond-Feingold, les politiques monétaires non-conventionnelles ont un effet non-négligeable sur les niveaux des taux de change pour les Etats-Unis, le Royaume-Uni et le Japon, ainsi que sur leurs différentiels. En effet, l'un des effets bénéfiques secondaires des politiques monétaires non-conventionnelles est la dépréciation du taux de change effectif qui soutient les exportations nationales dans un climat de difficultés. En cas de fin pure et simple de la zone euro, la Bundesbank pourrait faire de même pour contrebalancer la hausse potentielle du Nouveau Mark. A priori, la réputation conservatrice de la Bundesbank met plutôt à mal cette possibilité, puisque ce QE pourrait également constituer une porte ouverte à l'inflation, mais ceci n'est qu'une supposition. Cette conjonction d'une indépendance de la banque centrale nationale et d'un gouvernement intransigeant sur la tendance de son déficit constitue l'alliage parfait pour rassurer tout investisseur de la stabilité de la monnaie allemande. Dans tous les cas, le faisceau d'indices qui tend à justifier la haute vraisemblance d'une appréciation du Nouveau Mark post-euro est assez clair dans la littérature. Un investisseur souhaitant se couvrir contre le risque de convertibilité a tout intérêt à posséder à des titres souverains allemands à moyen ou long terme.

D'ailleurs le choix de titres souverains plutôt que de simplement placer son épargne sur des comptes en Allemagne permet de comprendre pourquoi la courbe des taux allemands passe en dessous de l'OIS sur le graphique X. La cause de cette « anomalie » peut se comprendre via deux éléments, dont une hypothèse légèrement juridique. Premièrement, et sachant que l'épargne n'est garantie qu'à hauteur de 100 000 euros, l'achat de titres souverains même à taux nominal négatif couvre contre le risque de faillite bancaire, dont la source peut être très diverse. Défaut sur une partie de sa dette d'un pays de la zone euro, faillite d'un hedge-fund entraînant des pertes en chaîne pour d'autres acteurs importants, etc ... Deuxièmement, en cas de fin pure et simple de la zone euro, il est possible que, d'un point de vue juridique, seul les comptes bancaires des citoyens allemands seront effectivement convertis en Nouveau Mark. Ce n'est ici qu'une supposition mais une nouvelle fois, l'achat d'obligations allemandes couvre encore ce risque. Tous les éléments que nous venons d'énumérer ont alimenté un fort écart entre offre et demande jusqu'à faire des Bunds un incontournable absolu dont les qualités et les avantages dépassent tous les autres titres de dettes dans la zone euro, même lorsque son taux est négatif.

Vers une re-convergence de Target2 ?

Cela étant dit, une question subsidiaire demeure dans la prévision du risque global. S'il existe bel et bien un lien puissant entre risque de convertibilité et divergences Target2, alors une réduction de ces divergences renverserait la vapeur à ramenant par la même occasion le risque de convertibilité à ces niveaux d'avant-crise. Premièrement, rappelons que dans un contexte de marché interbancaire parfaitement performant un déséquilibre entre deux pays ne sera pas visible par Target2, puisque les flux entrants et sortants de monnaies centrales se compenseront. Autrement dit, un déblocage du marché interbancaire européen engendrera une stabilisation et une stagnation des dettes et créances, mais probablement pas une réduction. La solution restante est donc d'agir en faveur d'une réduction des asymétries fondamentales entre pays, ce qui nous fait revenir sur la question d'un mécanisme européen de redistribution capable d'aplanir les disparités entre Italie et Allemagne par exemple.

La BCE devrait-elle agir activement pour le rétrécissement de l'écart entre dettes et créances ? Si oui, par quels moyens ? Au-delà des balances Target2, il est urgent de tirer le secteur bancaire de la torpeur qui ne pourra pas toujours compter sur l'intervention des banques centrales et des états. Or cela passe justement par des mesures réglementaires visant à répondre à ce besoin de stabilité émis par les marchés. Seulement une réduction du risque bancaire passera à un moment ou un autre par une réduction de l'effet de levier des principales banques, donc un amoindrissement de leur rendement. Soigner définitivement le secteur bancaire de son calvaire actuel, pourra passer par une redéfinition profonde de son modèle de fonctionnement, par l'intermédiaire d'innovation financière comme le secteur des Fintechs par exemple. Mais dans ce cas-là, qui devrait agir en faveur d'un tel bouleversement ? Ou alors, le redressement des banques ne pourra se faire que par la remise en avant de structure de financement et d'investissement proches de celles développées au début des années 2000. Structures qui ont justement été la poudre faisant sauter le marché interbancaire au lendemain de la faillite de Lehman Brothers.

Entre 2012 et 2014, les divergences Target2 se sont effectivement réduites notamment via l'intervention de la BCE pour stabiliser les marchés et porter secours aux états en difficulté. Cependant il faudrait des actions encore plus puissantes ramener les dettes et créances Target2 à des niveaux proches de zéro, ce qui suppose que la Commission Européenne et la BCE disposent encore d'outils économiques suffisamment puissants pour résorber le déséquilibre. Pour le dire très clairement, comment faire mieux que « Whatever it takes », un taux directeur à zéro pourcent, et des programmes d'assouplissement quantitatif ?

Enfin dans le cas improbable d'une re-convergence, peut-on être vraiment sûr que le risque de convertibilité serait mis de côté par les investisseurs ? Nous pouvons ici reprendre notre analogie médicale associée à la vaccination. L'antécédent de la crise des dettes souveraines a percé profondément dans la roche un interstice dans lequel l'éventualité d'une fin de la zone euro s'est introduit pour probablement ne jamais en sortir totalement. Le risque de convertibilité a bien intégré le paysage obligataire souverain dans les spreads entre pays, car son apparition n'est pas un élément tertiaire mais bien une rupture radicale dans l'histoire de la zone euro.

Rupture fondamentale et matérialisation irréversible d'un risque inhérent.

Les spreads de taux dans la zone euro intégreront toujours le risque de convertibilité, qui correspond en quelque sorte à un risque inhérent à l'appartenance à la zone euro. Ce risque engendre l'apparition d'une prime qui répond simplement à la question suivante : « un pays peut-il ne plus être dans l'euro ? » Pour le dire plus clairement encore, ce risque a quelque chose de profondément irréductible, il n'est pas transitoire, secondaire, il est une donnée qui apparaît logiquement à partir de la configuration même de la zone euro. D'ailleurs, le faible niveau de l'euro par rapport au dollar entre 2000 et 2002 reflétait aussi la faible confiance accordée par les marchés à la zone euro, alors encore en formation. La crise des Subprimes, puis celle des dettes souveraines, ont fait apparaître ce risque dans les taux d'intérêts auxquels les différents gouvernements empruntent, faisant ainsi augmenter les spreads. Toutes les composantes du risque souverain sont à présent visibles dans les taux d'intérêts, à 10 ans notamment, car les investisseurs intègrent chaque scénario et chaque éventualité dans leurs choix de placements. L'euro est bien entré dans une phase nouvelle, où le risque de convertibilité est aussi important que celui de défaut ou de liquidité.

L'exemple du standard-or est le plus parlant pour comprendre cette notion de risque irréductible. L'antécédent d'une déconnexion entre le stock d'or et la quantité de monnaie suffit pour définitivement affaiblir le niveau d'une nouvelle monnaie gagée sur l'or. Le 15 août 1971 et la fin de la convertibilité du dollar en or ont été une révolution monétaire qui modifia définitivement le paysage économique. Un pays souhaitant émettre une monnaie gagée sur l'or n'obtiendra jamais totalement la confiance des investisseurs, justement car ces derniers savent que la déconnexion est possible, puisqu'elle a déjà eu lieu auparavant. Maintenant que les investisseurs ont vécu directement une tension sur la zone euro avec le cas grec, et que Mario Draghi a explicitement mentionné la possibilité d'une sortie d'un pays de la zone euro, alors ils exigeront toujours une prime de risque pour couvrir leurs positions sensibles à l'éclatement de la zone euro. Cette prime n'est évidemment pas fixe et connaîtra des périodes de volatilités, mais comme pour le standard-or, elle ne disparaîtra jamais totalement. Aujourd'hui, cette notion se ressent particulièrement à travers le taux nominal négatif des obligations à 10 ans allemandes.

La recherche de la position idéale en zone euro en fonction du niveau de risque désiré, en cas de panique comme de routine, passera toujours par la compréhension des divergences Target 2, car elles constituent une source d'information pertinente dans les anticipations de la santé du marché interbancaire, et pour tenter de savoir comment se répartit la monnaie en zone euro. Enfin en cas de risque majeur sur la pérennité de la zone euro, Target2 participe à cerner les potentiels mouvements de change qui auront sûrement lieu en cas de fin pure et simple de l'euro. L'investisseur vacciné garde un œil sur la situation des pays ayant subi un traitement de choc, étant donné que ces politiques d'austérité ont été désavoués y compris par certains qui les ont pourtant conseillées.

Sachant que dans le cadre très strict européen, la rigueur budgétaire et monétaire est la seule sortie possible pour une crise de la balance des paiements, et que cela n'a pas fonctionné en Grèce, l'investisseur vacciné garde à l'esprit que peut-être un pays en crise préférera changer fondamentalement de stratégie, in fine en sortant de la zone euro, pour utiliser d'autres leviers d'actions, comme une dépréciation du taux de change, ou des interventions directes de sa banque centrale nationale pour relancer l'investissement public. Une fois son niveau de risque choisi, agressif ou défensif, l'investisseur constituera son portefeuille optimal avec les actifs correspondants, même si cela implique de conserver des titres de dettes à taux nominal négatif.

L'un des moyens de comprendre comment les marchés en sont arrivés à se porter acheteur de dettes à taux négatifs est bien le risque de convertibilité, qui se matérialise de deux façons différentes, toujours selon une mécanique en « fly to safety ». On a d'un côté, l'augmentation des taux d'intérêts pour les pays du Sud, dont les fondamentaux économiques sont moins robustes, et dont la monnaie pourrait se déprécier en cas de sortie du pays de la zone euro. La prime de risque associée à la perte au change fait augmenter les taux d'emprunt. Et de l'autre côté, les investisseurs demandent massivement des obligations allemandes ce qui fait fortement baisser son taux d'intérêts, jusqu'en dessous de zéro.

Nous pouvons alors réinterpréter la décision de prêt au gouvernement allemand, non plus selon les critères traditionnels, à savoir l'obtention d'un rendement positif classique via les coupons, mais plutôt dans une optique de couverture contre un risque précis. Pour pousser l'analogie jusqu'à la lie, nous pourrions dire qu'un prêt sur 10 ans à un pays comme l'Allemagne, ou la Suisse, est un produit dérivé, servant à couvrir ses différentes positions jusqu'à l'échéance de remboursement. Le Bund allemand se voit ainsi couronner d'un statut intermédiaire, entre la valeur refuge, comme l'or ou le franc suisse, et entre un titre de dette européen classique dont l'objectif est le paiement d'intérêts, et donc l'obtention d'un rendement positif. Dans cette perspective, la mise en place de politiques monétaires non-conventionnelles par la BCE, les incertitudes bancaires, et les doutes sur la fin potentielle de la zone euro, ont peu à peu transformé les titres allemands en produits synthétique d'assurance, donc en un actif couvrant tous ces risques à la fois. « La probabilité de défaut du gouvernement allemand est inexistante. Avec une forte demande pour le Bund, il est facile de liquider ses positions et d'obtenir des liquidités sans engendrer de perte. Acheter un titre de dette, plutôt que de thésauriser son épargne, permet de se mettre à l'abri contre une faillite bancaire. En cas de fin pure et simple de la zone euro, mon capital restant sera remboursé en « Nouveau Mark » qui se sera certainement apprécié. »

Lorsqu'on pose un problème de microéconomie de l'assurance trivial, le calcul des conditions d'optimalité de premier ordre nous indiquent un optimum où l'agent transfère de la richesse de l'état sans perte vers l'état avec pertes. Il consent à payer aujourd'hui une prime qui lui vaudra plus tard un supplément de revenus, donc de rendement, à la période suivante. Tout est là. Transposer le nom des situations « sans pertes » par « zone euro », et perte par « Nouveau Mark post-euro », et vous obtenez une bonne approximation de la structure du marché obligataire pour l'Allemagne. Cette configuration est conforme à l'adage « je suis perdant, mais au moins, je suis sûr de ce que je vais perdre. »

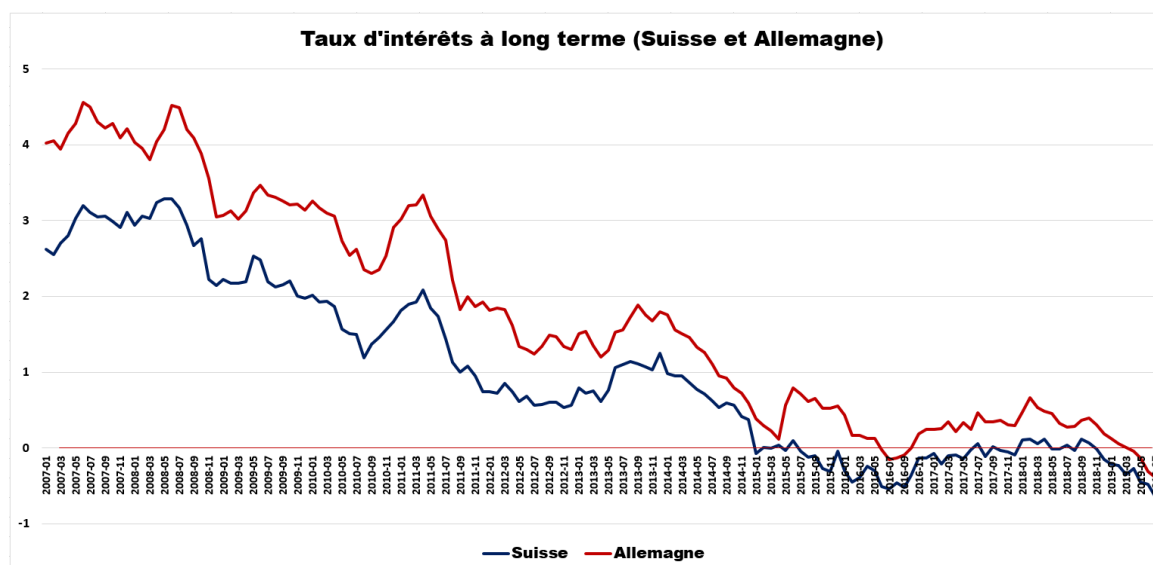
Il est important de faire ici un rappel sur la taille, c'est-à-dire sur le volume de la dette souveraine disponible. Ici l'effet-taille est toujours un facteur central, car le montant de la dette allemande est plus important que les autres actifs dont nous avons parlé. Pour être parfaitement clair, l'arbitrage entre prix et quantité engendre l'apparition d'un produit financier intermédiaire avec un taux très bas, mais pas très largement négatif non plus, parce qu'il y'a tout de même beaucoup de dette à acheter. Le solde Target2 de l'Autriche est lui-aussi assez élevé, son indicateur de complexité est également très haut, les investisseurs devraient donc également se jeter sur la dette autrichienne en cas de d'augmentation de la probabilité de fin pure et simple de la zone euro.

Cependant, sa dette ne représente que 287 583 millions d'euros, soit 3 % du marché européen, très nettement inférieur aux 2 023 269 millions d'euros de la dette souveraine allemande. Il n'y a clairement pas assez de dettes autrichiennes pour tout le monde, surtout dans une optique de diversification internationale des portefeuilles, car sinon les portefeuilles seraient totalement difformes et surpondérés de ces titres de dettes. Si les obligations souveraines autrichiennes étaient effectivement les seules et uniques disponibles sur le marché pour se couvrir contre le risque, alors une enchère en catastrophe pour s'arracher ces titres feraient apparaître des taux toujours plus négatifs, ce qui n'est pas très réaliste une fois encore.

Pour extrapoler encore plus le raisonnement, nous pouvons aussi voir le prêt au gouvernement allemand à taux négatif comme une stratégie de spéculation, où le prêteur des fonds parie contre la durabilité du taux de change fixe. Les investisseurs qui suivraient cette voie reproduiraient en un sens la stratégie agressive mis en place par le « Soros Fund Management » en 1992, qui a massivement parié contre la Banque Centrale du Royaume-Uni. Ce fond spéculatif était persuadé que la banque centrale ne disposait pas de suffisamment de réserves de change en dollar à vendre pour soutenir le cours de la livre sterling conformément aux engagements pris dans le cadre du système monétaire européen (SME). Donc qu'elle ne parviendrait pas à tenir son engagement de stabilité du change. Et cette stratégie s'est avérée payante puisque la Banque Centrale d'Angleterre n'a effectivement pas pu maintenir le change fixe. Vendre massivement des livres sterling sur le marché des devises peut se voir comme une stratégie très violente, dont la racine est une très faible confiance dans la viabilité d'un taux de change fixe, ce qui implique un positionnement global en conséquence. Même si pour le cas allemand, il s'agit bien plus d'une assurance que d'une spéculation au sens lucratif du terme, la vente massive de titres italiens au profit de titres allemands peut aussi se comprendre comme une stratégie agressive. Le raisonnement de fond est assez proche de celui-ci : je me positionne en fonction de ma perception de la durabilité du change.

Depuis que Pandore a ouvert sa maudite boîte, les anticipations des investisseurs européens à moyen terme ne pourront pas omettre la probabilité de sortie d'un pays de la zone euro, même si les divergences Target2 ont été réduites. Mais finalement, ceci n'a rien de fondamentalement révolutionnaire ! Il existe d'autres produits financiers dont le rendement est également faible justement car le risque associé l'est aussi. Comment ne pas mentionner le cas de la Suisse qui est en quelque sorte le penchant non-européen de notre raisonnement ? Ce n'est pas la première fois qu'un titre de dette souveraine, ici un très solide, acquiert le statut prestigieux de contrat implicite d'assurance. Pour le cas helvétique, il s'agit d'une protection globale, afin de sécuriser ces fonds car la Suisse est considérée comme un pays très sûr. Mais l'Allemagne elle, concerne un risque bien plus précis, celui de fin de la zone euro. Et coup double, l'Allemagne propose des titres de dettes en bien plus grandes quantités que les pays plus petits comme la Suisse, ou l'Autriche. Pour avoir un ordre de grandeur, le montant de la dette souveraine suisse s'élève à 278 773 millions de franc suisse. Comme on le voit sur le graphique suivant, les obligations suisses ont également été à taux nominal négatif à partir de janvier 2015. On constate d'ailleurs une certaine régularité, au moins visuelle, entre le Bund allemand et l'obligation suisse, leurs tendances respectives sont particulièrement proches. Les autorités monétaires suisses partagent la façon de penser très conservatrice de la Bundesbank, qui cherche à tout prix à contenir l'inflation dans des niveaux raisonnables. Dans un climat de crise et de tensions, l'Allemagne devient la « Suisse » de la zone euro.

Graphique 33 : évolutions des taux d'intérêts à 10 ans des obligations souveraines suisses et allemandes entre 2007 et 2019.



Source : OCDE.

Conclusion

Il existe un nombre très important de facteurs et de données qui permettent de comprendre la détermination des taux d'intérêts souverains. Ces forces sont consubstantiellement liés à la notion de risque, chaque risque nécessite l'obtention d'une prime de rendement exigée par le prêteur des fonds. Les marchés analysent les composantes structurelles d'un pays et vont « *pricer* » le risque associé à travers le taux auquel le gouvernement de ce pays empruntera sur différentes maturités. Cependant, la pondération de ces forces n'est pas fixe, mais varie bien avec le fonctionnement global des marchés, autant sur un plan économique que juridique. La zone euro modifia la place et le mode de calcul de plusieurs variables de risques, ce qui joua en faveur d'une uniformisation des taux d'emprunt souverains. La période de tunnel qui a eût lieu entre janvier 2000 et août 2008 synthétise parfaitement le fait que les marchés développent de nouvelles techniques et méthodes, qui influencent les besoins des investisseurs, ce qui modifie leur appréciation du risque souverain. En 2008, les spreads vont exploser entre les pays du Nord et du Sud suite à l'éclatement de la bulle immobilière ainsi qu'à l'effondrement du marché interbancaire. La crise financière va peu à peu muter en crise économique, qui frappera particulièrement fort dans les pays du Sud, qui connaîtront une lourde série de difficultés pendant la « crise des dettes souveraines. » L'intervention de la Banque Centrale Européenne, du Fond Monétaire International, et de la Commission Européenne permettra de sauver les états au bord de la faillite, après que ces derniers aient été coupés des marchés financiers. Ces programmes d'aides se font en l'échange de mesures destinées à rassurer les marchés via des politiques de rigueur budgétaire et de réductions du poids de l'Etat dans l'économie.

Le pays le plus fragile financièrement de la zone euro, la Grèce, entra dans une phase de dépression particulièrement sévère qui endommagea profondément son tissu économique. Ne pouvant prendre le risque de faire défaut sur sa dette publique, la Grèce faillit sortir de la zone euro en plein cœur de la crise, mais elle bénéficia d'une restructuration de sa dette. Aujourd'hui encore, les pays du Sud, à l'exception de l'Irlande, peinent encore à se relever du choc de 2012. La répartition de la monnaie au sein de la zone euro est devenue encore plus inégale, et eut pour effet de faire s'accroître les déséquilibres Target2 entre les différentes banques centrales nationales.

Face au risque d'entrée en déflation, la Banque Centrale Européenne se lança dans des politiques monétaires non-conventionnelles qui réduisirent les spreads entre pays, mais sans jamais faire disparaître la scission Nord-Sud. Si bien qu'une rupture fondamentale au niveau du risque eut lieu : l'appartenance à la zone euro n'est plus un apriori, mais bien une variable. La sortie d'un pays de la zone euro n'étant pas sans conséquence, les investisseurs exigent une prime de risque pour se couvrir contre les pertes potentielles, et dans l'autre sens se tournent vers des actifs permettant de se mettre à l'abri contre les autres formes d'incertitudes et de risques. La conjonction de ces comportements et des programmes de Quantitative Easing a fait descendre les taux nominaux à 10 ans de certains pays en-dessous de zéro. Les obligations à 10 ans allemandes ont été plusieurs fois à taux nominal négatif, ce qui fait d'elles, non plus des actifs classiques, mais plutôt des véhicules synthétiques d'assurance contre le risque agrégé en zone euro.

Les spreads de l'euro sont arrivés à un niveau structurel qui contient toutes les incertitudes liées à la sortie d'un pays de la zone euro, ou de son explosion pure et simple. La période de tunnel entre 2000 et 2008 n'était pas une situation de croisière, elle est l'exception et non la règle. Or aujourd'hui, la norme est à l'incertitude et aux tremblements. En zone euro, l'un des nombreux déterminants des spreads de taux souverains est l'intensité des risques de sortie ou d'éclatement de cette même zone. Intensité qu'il est possible de percevoir à travers un solde unique : le solde Target2. De par la construction même de l'euro, il nous fournit des informations de qualité sur la répartition de la monnaie entre les membres, donc aussi sur l'homogénéité de la zone. A moins d'un alignement phénoménal des économies sur l'intégralité des constantes fondamentales de l'économie, les taux resteront coupés en deux entre le Nord et le Sud. Sans une refonte totale de ce qu'est la zone euro, les risques de sortie ou d'explosion ne disparaîtront probablement pas, donc les primes de risques associées à cette éventualité non plus, encore moins quand le banquier central le mentionne explicitement. En étant telle qu'elle est, avec ces choix, ces économies, ces membres, ses traités, la zone euro intègre un risque qui lui est unique, son risque de disparition. Risque qui transparaît dans les taux d'intérêts car aucun investisseur n'ignorera ce risque dans le choix de ces placements, tant cette possibilité est importante pour son portefeuille, mais aussi tant l'intensité des troubles au sein de la zone euro se font ressentir. Les investisseurs se sont bel et bien positionnés en faveur d'un niveau de risque précis, risque qui intègre la fin de la zone euro. Et tant que cette fin est sérieusement envisageable, ce risque ne disparaîtra pas.

La zone euro est complètement empêtrée dans une situation d'incertitude constante dont l'intensité varie avec les prises de positions politiques, les comportements de « fly to safety » se poursuivent depuis plusieurs années, alors qu'ils sont normalement le signe de mouvements brusques et hiératiques, servant de mesures d'urgence pour les investisseurs. Le marché interbancaire ne semble toujours pas avoir retrouvé sa santé d'avant-crise, vigueur qui s'est relevée très coûteuse pour les marchés en propageant les pertes et les incertitudes entre les acteurs. Et dans un contexte de fort endettement public, la faillite d'une banque d'investissement pourrait emporter avec elles les banques universelles, ce qui contraindrait les états à s'endetter de nouveau pour éviter l'effondrement global. On comprend alors mieux pourquoi les taux sont aussi bas structurellement car justement, la structure de l'euro est vacillante, donc les positionnements globaux en tiennent compte, en maintenant ainsi les taux à des niveaux d'urgence, plutôt qu'à des niveaux classiques.

Table des graphiques et tableaux

Graphiques

Graphique 1 : évolution des taux d'intérêts souverains à long terme pour les pays de la zone euro.	4
Graphique 2 : évolutions des taux de refinancements principaux depuis Janvier 1999.	6
Graphique 3 : évolutions des taux nominaux longs sur la période 1999-2008.	14
Graphique 4 : dispersion des spreads souverains dans la zone euro entre janvier 2001 et juin 2009.	14
Graphique 5 : évolutions de la dette publique en zone euro.	15
Graphique 6 : évolutions des déficits / excédents en zone euro	16
Graphique 7 : évolutions des déficits / excédents du gouvernement allemand	17
Graphique 8 : évolutions des taux de chômage dans la zone euro.	17
Graphique 9 : Décomposition des taux de chômage pour le Nord et le SUD de la zone euro.	18
Graphique 10 : évolution des taux de croissance en zone euro, distinction Nord-Sud	18
Graphique 11 et 12 : PIB par habitant dans la zone euro.	
Balance courante des pays du Sud	19
Graphique 13 : évolutions des variables fiscales en zone euro.	19
Graphique 14 : analyse des notations moyenne entre Nord et Sud de la zone euro	21
Graphique 15 : évolutions des taux d'épargne en zone euro, entre Nord et Sud	22
Graphique 16 : évolutions des taux d'inflation dans la zone euro	23
Graphique 17 : taille estimée du marché des garanties en REPO en Europe	26
Graphique 18 : évolutions des prix de l'immobilier depuis 1970	33
Graphique 19 : évolutions de la dette publique espagnole et irlandaise	34
Graphique 20 : évolutions des déficits / excédents des gouvernements irlandais et espagnol.	34
Graphique 21 : évolution de la dette privée espagnole rapportée au PIB	36

Graphique 21 : évolution de la dette privée espagnole rapportée au PIB	36
Graphique 22 : balances Target 2 entre 2001 et 2018.	42
Graphique 23 : évolution du niveau de monnaie centrale disponible en zone euro	45
Graphique 24 : analyse en composante principale des spreads de taux et des déséquilibres Target2.	49
Graphique 25 : évolution des déficits commerciaux grecs et espagnols.	51
Graphique 26 : taux à 10 ans des obligations souveraines allemandes entre 2015 et 2019.	51
Graphique 27 : courbe de taux souverains par rapport à la courbe OIS en 2011.	52
Graphique 28 : évolutions des taux de change Mark / Dollar entre 1972 et 2000, et Dollar / Euro entre 2000 et 2018.	53
Graphique 29 : positionnement relatif des pays de la zone euro en termes de compétitivité et de richesses, en 2007 et en 2019.	54
Graphique 30 : Elasticité-prix des prix d'exportations	55
Graphique 31 : taux d'épargne dans la zone : revue de la littérature.	57
Graphique 32 : Divergence de la demande intérieure réelle et du PIB, Allemagne et Espagne	58
Graphique 33 : évolutions des taux d'intérêts à 10 ans des obligations souveraines suisses et allemandes entre 2007 et 2019.	65

Tableaux

Tableau 1 : points de chômage en plus, ou en moins, dans le secteur de la construction	35
Tableau 2 : performance et poids dans le PIB grec des différents secteurs d'activités.	37
Tableau 3 : Classement des pays par ordre décroissant de complexité.	55
Tableau 4 : évolutions des excédents commerciaux des pays du monde, et précisément de l'Allemagne.	58
Tableau 5 : impact sur la croissance d'une sortie de la zone euro	60

Bibliographie

Abad, M; Loeffler, Axel and Zemanek, Holger "TARGET2 Unlimited: Monetary Policy Implications of Asymmetric Liquidity Management within the Euro Area." University at Leipzig MPRA Paper No. 31937, posted 02. July 2011

Alexopoulou, Ioana; Bunda, Irina; Ferrando, Annalisa (2009): Determinants of government bond spreads in new EU countries, ECB Working Paper, No. 1093, European Central Bank (ECB), Frankfurt a. M.

Arghyrou, M.G. and A. Ktononikas, 2010. "The EMU sovereign-debt crisis: Fundamentals, expectations and contagion." Cardiff Economics Working Paper, N. E2010/9.

Aßmann, Christian; Boysen-Hogrefe, Jens (2009): Determinants of government bond spreads in the Euro Area: in good times as in bad, Kiel Working Paper, No.1548, Kiel Institute for the World Economy (IfW), Kiel

Attinasi, Maria-Grazia; Checherita-Westphal, Cristina; Nickel, Christiane (2009): "What explains the surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-09?" ECB Working Paper, No. 1131, European Central Bank (ECB), Frankfurt a. M.

R. Baldwin, V. Di Nino, L. Fontagné, R. A. De Santis, D. Taglioni. "Study on the impact of the euro on trade and foreign direct investment." European Economic Paper 321, April 2008.

R. Baldwin, T. Beck, A. Bénassy-Quéré, O. Blanchard, G. Corsetti, P. De Grauwe, et al « Rebooting the eurozone : step 1 agreeing a crisis narrative. » Center for Economic policy Research, Policy insight No. 85, November 2015

Beber, A., Brandt, M. and K. Kavajecz, 2009. "Flight-to-quality or flight-to-liquidity? Evidence from the euro-area bond market." Review of Financial Studies, 22: 925-957.

U. Bindseil, P. J. König, "The economics of TARGET2 balances." University of Berlin. European Central Bank, Technische Universität Berlin, Germany. SFB 649 Discussion Paper June 14th, 2011-035 ISSN 1860-5664

C. Blot, M. Cochard, F. Reynès, « L'euro fort est-il apprécié ? » Département analyse et prévision de l'OFCE, Revue 103, Octobre 2007.

M. Blyth, "Austerity: the history of a dangerous idea." Edition OUP USA, 2 Janvier 2015, ISBN-13: 9780199389445

Bolton, P., and O. Jeanne. "Sovereign Default Risk and Bank Fragility in Financially Integrated Economies" (2011).

G. Borey, B. Quille « Comment s'explique le rééquilibrage des balances commerciales en Europe ? » INSEE, Département de la conjoncture, Juin 2013

V. Brousseau, A. Durré « Sur une représentation paramétrique affine de la courbe des taux. » BCE, Research Gate, January 2014. Forum financier / revue bancaire et financière 2014/4

Carlin, Wendy. 2012. "Real Exchange Rate Adjustment, Wage-Setting Institutions, and Fiscal Stabilization Policy: Lessons of the Eurozone's First Decade." SSRN eLibrary (March).

CEPPI « Les exportateurs français face aux variations de l'euro. » Lettre N° 340 – Janvier 2014 ISSN 0243-1947, CCP n° 1462 AD

J. S. Chadha, A. Hantzsche, "The Impact of the ECB's QE Programme: Core versus Periphery" National Institute of Economic and Social Research. February 2018.

M. Cochard, « Le commerce extérieur français à la dérive ? » Département analyse et prévision de l'OFCE, Revue 106, Juillet 2008

Cour-Thimann, Philippine (2013): CESifo Forum Special Issue April 2013: "Target Balances and the Crisis in the Euro Area", CESifo Forum, ISSN 2190-717X, ifo Institut - Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 14, Iss. Special Issue, pp. 5-50

T. Dvorak, "The Impact of the Euro on Investment: Sectoral Evidence." Department of Economics Union College. Schenectady, NY 12308 October 2005

P. De Grauwe, Y. Ji, C. Macchiarelli, Directorate general for internal policies, "TARGET (im)balances at record level: Should we worry?" IP/A/ECON/2017-04, PE 607.365, November 2017

R. A. De Santis, "The euro area sovereign debt crisis. Safe haven, credit rating agencies and the spread of the fever from Greece, Ireland and Portugal." ECB Working Paper No 1419, February 2012. Section 4.4.2

R. A. De Santis, "Impact of the asset purchase programme on euro area government bond yields using market news." ECB Working Paper 1939, July 2016, E43, E52, E58, G14

B. Ducoudré, É. Heyer, « Baisse de l'euro et désinflation compétitive : quel pays en profitera le plus ? » Revue de l'OFCE / Analyse et prévisions – 136 (2014)

ECB-Public, M. Draghi "Letter to M. Valli and M. Zanni" QZ-120 COURTESY TRANSLATION, Frankfurt, 18 January 2017, L/MD/17/34

Ejsing, Jacob; Sihvonen, Jukka (2009) : Liquidity premia in German government bonds, ECB Working Paper, No. 1081, European Central Bank (ECB), Frankfurt a. M.

M. S. Feldstein, "Ending the euro crisis?" National bureau of Economic research, Working Paper 20862, January 2015, JEL No. E5, E6, H2

F. Fiordelisi, O. Ricci, "“Whatever it takes”: An Empirical Assessment of the Value of Policy Actions in Banking." Review of Finance, 2016, 2321–2347, 17 December 2015, E52, E58, G14, G21

J. Frieden, S. Walter, "Understanding the Political Economy of the Eurozone Crisis." Annual Review of Political Science, PL20CH19-Frieden ARI 16 February 2017

D. Gabor, C. Ban "Fiscal policy in (European) hard times: Financialization and varieties of capitalism." Bristol Business School, Boston University,

S. Gabrieli, C. Labonne, "Bad Sovereign or Bad Balance Sheets? Euro Interbank Market Fragmentation and Monetary Policy, 2011-2015." Federal Reserve Bank of Boston, Working Paper RPA 18-03 July 12, 2018

L. Galiana, Q. Lafféter, O. Simon « Les taux d'épargne dans la zone euro : comment les comparer, comment les expliquer ? » L'économie française, Document numéro 16, INSEE Références, édition 2017, p. 97-114

Gerlach, S., Schulz, A. and G.B. Wolf, 2010. "Banking and sovereign risk in the euro area." CEPR Discussion Paper, n. 7833.

G. Giraud, « L'illusion financière. » Editions de l'Atelier, 23 janvier 2014, ISBN-13 : 978-2708242586

The Giovanni Group. 1999. EU Repo Markets: opportunities for change. European Commission.

K. Heppke-Falk, F. Hufner "Expected budget deficits and interest rate swap spreads – Evidence for France, Germany and Italy" Deutsche Bundesbank, Series 1: Studies of the Economic Research Centre No 40/2004 ISBN 3-86558-035-1

N. Holinski, C. Kool, J. Muysken, "Origins of persistent macroeconomic imbalances in the Euro area." Department of Economics, Maastricht University, PO BOX 616, 6200 MD Maastricht, The Netherlands, May 7, 2010, F15, F32, F41

N. Holinski, C. Kool, J. Muysken, "Persistent Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Causes and Consequences." Federal Reserve Bank of St. Louis Review, January/February 2012, 94(1), pp. 1-20. JEL F15, F32, F41

P. Honohan, P.R. Lane "Divergent inflation rates in emu." World Bank and CEPR, Trinity College Dublin and CEPR. 37th Panel Meeting of Economic Policy, "The Analysis of International Capital Markets: Understanding Europe's Role in the Global Economy"

International Capital Market Association: European Repo Market Survey. Number 34 – Conducted December 2017 Published March 2018

International Capital Market Association: European Repo Market Survey. Number 35 - Conducted June 2018 Published October 2018

IMF "External Sector Report - Individual Economy Assessments." Press Release No. 17/303, p.23 p.25, July 28, 2017 Washington, D.C. 20431 USA

C. Jobst, M. Handig, R. Holzfeind, "Understanding tarGet2: the eurosystem's euro Payment System from an economic and Balance Sheet Perspective." Monetary Policy & the economy Q1/12, E58, F32, F33

O. Landman, "On the Macroeconomics of European Divergence." CESifo Forum, Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich, Vol. 12, Iss. 2, pp. 19-25

Manganelli, Simone; Wolswijk, Guido (2007): "Market discipline, financial integration and fiscal rules: what drives spreads in the euro area government bond market?" ECB Working Paper, No. 745, European Central Bank (ECB), Frankfurt a. M.

Merler, Silvia; Pisani-Ferry, Jean (2012): "Sudden stops in the Euro area." Bruegel Policy Contribution, No. 2012/06, Bruegel, Brussels

M. Le Moigne, X. Ragot, « France et Allemagne : une histoire du désajustement européen. » Département analyse et prévision de l'OFCE, Mars 2015. JEL : E24, E66, E02.

J. Muellbauer "Conditional eurobonds and the eurozone sovereign debt crisis" University of Oxford, Number 681, October 2013, ISSN 1471-0498

Nuti, Mario (2013): "The Euroarea: Premature, diminished, divergent." TIGER Working Paper Series, No. 129, Transformation, Integration and Globalization Economic Research (TIGER), Warsaw
J. Pisani-Ferry, « La crise de l'euro et comment nous en sortir. » Edition Fayard / Pluriel, 13 mars 2013, ISBN-13 : 978-2818503126

C. Rosa [2012], « How "Unconventional" Are Large-Scale Asset Purchases? The Impact of Monetary Policy on Asset Prices », Federal Reserve Bank of New York Staff Report, 560.

Saka, O., Fuertes, A. and Kalotychou, E. (2015). ECB policy and Eurozone fragility: Was De Grauwe right? *Journal of International Money and Finance*, 54, pp. 168-185. doi: 10.1016/j.jimonfin.2015.03.002

S. Sgherri, E. Zoli. "Euro Area Sovereign Risk during the Crisis." IMF Working Paper, October 2009 WP/09/222, E43, E62, G12.

Stockhammer E, 2011, "Peripheral Europe's Debt and German Wages. The Role of Wage Policy in the Euro Area ." *International Journal of Public Policy* 7 83-96

M. Van Der Heijden, Roel Beetsma & Ward Romp (2018) "Whatever it takes' and the role of Eurozone news", *Applied Economics Letters*, 25:16, 1166-1169, DOI: 10.1080/13504851.2017.1403555

K. Whelan, "Should we be concerned about TARGET balances?" European Parliament, Policy Department, economic and scientific policy. Monetary dialogue. November 2017

R. Wiggins, T. Piontek, A. Metrick, 2014 "The Lehman Brothers Bankruptcy: Overview." Yale program on financial stability case study 2014-3A-V1. Description de l'activité de déplacement d'actifs.

Wilsher, D. (2013). Ready to Do Whatever it Takes? The Legal Mandate of the European Central Bank and the Economic Crisis. *Cambridge Yearbook of European Legal Studies*, 15, pp. 503-536. doi: 10.1017/ S1528887000003141

Y. Varoufakis, « Conversations entre adultes. » Editions Babel, 6 février 2019, ISBN-13 : 978-2330117634