

**Patrice Palsky - FRACTALES s.a.**

*p.palsky@fractales.com*

---

# **Le risque souverain en zone euro**

---

# Stress Testing

---

- Solvabilité 2 n'aborde pas explicitement le risque souverain des pays membres de l'Union Européenne, encore moins celui de la survie de l'euro
- Mais comme tout autre risque significatif, ce sujet relève du Pilier II, c'est-à-dire du Risk Management interne
- Il est selon nous impossible de plaider la « non-matérialité » du risque dès lors que le cas grec constitue un précédent, sinon un exemple à suivre
- Nous considérons donc que le risque souverain doit être traité sous forme de stress test, ce que nous allons esquisser dans cette présentation

# Sommaire

- 1. Le risque souverain**
- 2. Scénarios pour l'euro**
- 3. Conclusion**

- Dans le monde contemporain il existe quatre solutions principales pour réduire un endettement public excessif :
  1. diminuer les dépenses et/ou augmenter les recettes de l'Etat
  2. dévaluer la monnaie si elle est *peggée*\* à une autre
  3. déprécier la monnaie (par ex. en laissant courir l'inflation)
  4. faire défaut totalement ou partiellement
- La première solution est la meilleure, mais elle est généralement impraticable (c'est la définition même d'un endettement excessif !)
- Les solutions 2 et 3 ont pour inconvénient d'augmenter le poids des dettes libellées en monnaies étrangères. La solution 3 fait de plus courir le risque d'hyperinflation.
- En dernier recours, il reste à faire défaut...

\* *régime de taux de change « fixe »*

- La plupart des pays du monde ont fait défaut à de multiples reprises. Il s'agit donc d'une règle plutôt que d'une exception.
- A cet égard le cas des Etats-Unis est exemplaire. Selon certains observateurs le dollar serait une *monnaie refuge* « les Etats-Unis n'ayant jamais fait défaut depuis sa création ».
- En réalité lorsque Nixon décide unilatéralement en 1971\* de mettre fin à la convertibilité du dollar en or, il s'agit bien d'un défaut, ou alors un chat n'est plus un chat !
- On perçoit cependant que le défaut souverain peut prendre de multiples formes, au point d'être officiellement nié...

\* Il ne fait d'ailleurs que suivre l'exemple de Roosevelt en 1933

- Le défaut total consiste pour l'Etat à répudier entièrement ses dettes. Cette mesure est très impopulaire chez les créanciers, et elle isole le pays du commerce international.
- Le défaut total est donc rare, il est bien plus fréquent de négocier avec les créanciers internationaux la remise d'une partie de la dette, ou sa *restructuration*
- La restructuration peut prendre la forme d'un moratoire ou d'un allongement de la maturité de la dette par échange de titres. En contrepartie les créanciers internationaux demanderont des garanties supplémentaires...
- Quand aux créanciers nationaux, ils seront souvent traités avec moins d'égard (emprunts forcés, retenues à la source, impôt forfaitaire etc.)

- Une autre solution consiste à déprécier par ruse ou par force la monnaie dans laquelle les titres de dette sont libellés. Il s'agit d'une *décision unilatérale*, et non plus d'une négociation.
- On peut procéder par *substitution*. Par exemple les Etats-Unis substituent le dollar-or par le dollar-papier en 1971.
- Solution plus radicale, la *redénomination* consiste à modifier la devise dans laquelle sont exprimées les dettes publiques et privées.
- Ainsi un pays quittant l'euro pourrait créer une monnaie nouvelle (au hasard le *pomelone*) avec un cours initial à parité :
  - un pomelone vaut un euro.
- A l'instant T les dettes et dépôts libellés en euros sont légalement (!) convertis en pomelones. Par malheur, à l'instant  $T+\varepsilon$  le pomelone ne cote plus que 40 cents...

- Avant même le défaut se pose le problème des retraits massifs des guichets bancaires et la fuite des capitaux à l'étranger. Des mesures de contrôle des changes sont inévitables.
- Le défaut impacte ensuite les porteurs d'emprunts d'Etat. Les institutions financières nationales sont évidemment en première ligne.
- La nationalisation d'une partie des banques est nécessaire, mais elle ne suffit pas à prévenir la faillite d'un grand nombre d'entreprises, dont l'accès au crédit est coupé.
- La dépréciation de la monnaie et l'inflation diminuent le pouvoir d'achat des ménages, et plus particulièrement des rentiers
- Par la suite le défaut peut produire des effets positifs dans la mesure où les dépenses de l'Etat et les coûts supportés par les entreprises baissent *en termes réels* (il faut que l'inflation se stabilise)

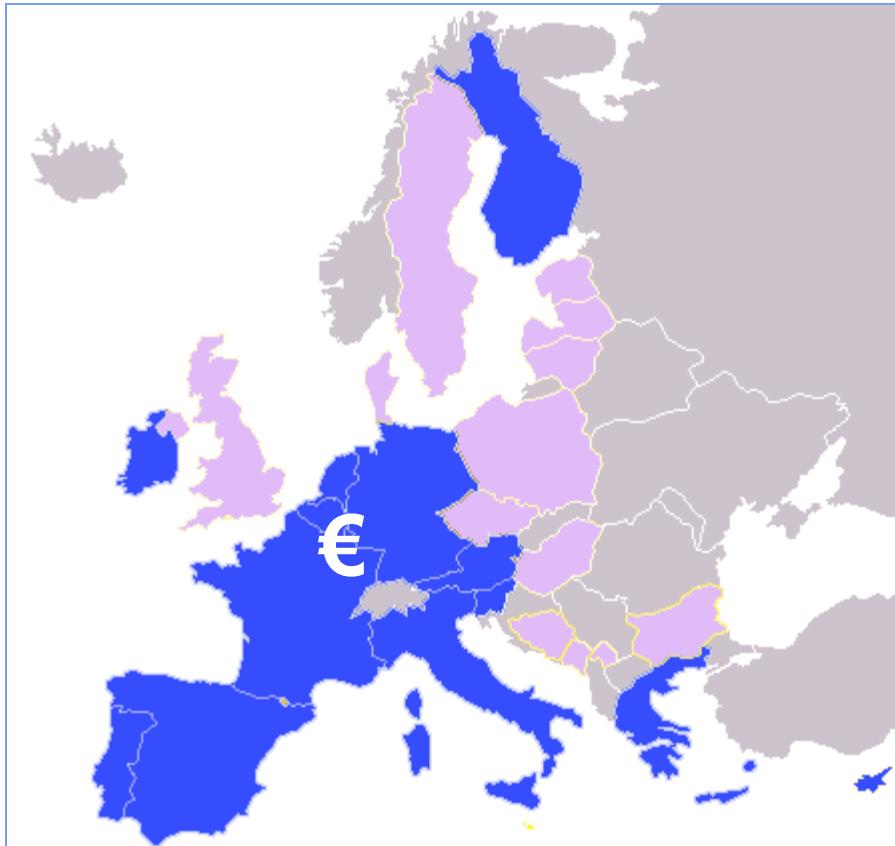


- Les pays de la zone euro ont abandonné une grande partie de leur souveraineté monétaire
- En cas de difficulté, ils ne peuvent ni dévaluer ni faire fonctionner la planche à billets pour déprécier leur monnaie (sauf à arracher l'accord de l'Allemagne)
- Mais ils peuvent quitter l'euro, reprendre leur souveraineté monétaire, et naturellement... ils peuvent faire défaut !
- Les marchés pensent que ce risque n'est pas négligeable pour le Portugal, l'Espagne, l'Italie et l'Irlande, ce qui explique le niveau élevé des spread observés sur leur dette publique
- La fuite des dépôts bancaires dans les pays en question est un indicateur tout aussi préoccupant.

# Sommaire

- 1. Le risque souverain**
- 2. Scénarios pour l'euro**
- 3. Conclusion**

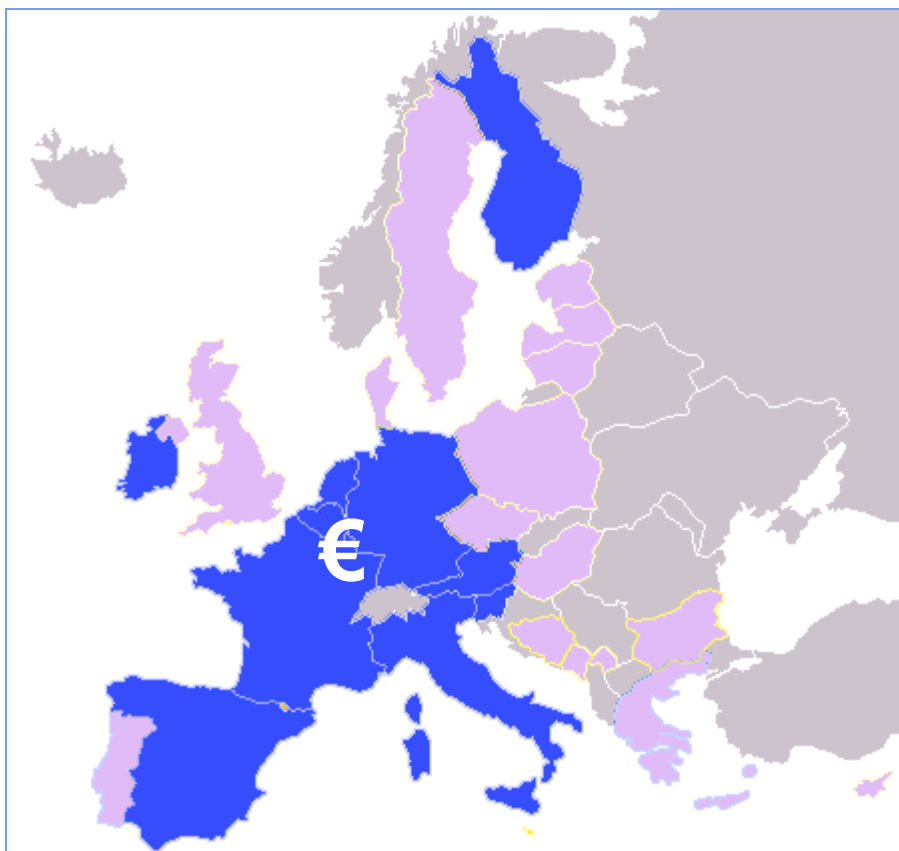
# Zone euro: 17 membres



- Allemagne (1999)
- Autriche (1999)
- Belgique (1999)
- Chypre (2008)
- Espagne (1999)
- Estonie (2011)
- Finlande (1999)
- France (1999)
- Grèce (2001)
- Irlande (1999)
- Italie (1999)
- Luxembourg (1999)
- Malte (2008)
- Pays-Bas (1999)
- Portugal (1999)
- Slovaquie (2009)
- Slovénie (2007)

- Chacun des 17 pays membres peut choisir (ou être contraint) de quitter l'euro. Il en résulte  $2^{17}$  scénarios de stress, moins un si on considère que le scénario où tout le monde reste n'est pas en lui-même un stress, ce qui n'est pas démontré.
- Cependant nous nous limiterons à quatre scénarios types :
  - A. le *statu quo*, la zone euro subsistant pour l'essentiel sous sa forme actuelle, moins quelques pays trop endettés
  - B. le « Bloc Nord », où la zone euro se restreint aux pays économiquement forts
  - C. le « Club Sud », où inversement les pays économiquement faibles se trouvent hériter de l'euro
  - D. enfin la disparition de la monnaie unique et le retour généralisé aux monnaies nationales

# A) Scénario Statu Quo



Quelques pays périphériques peuvent quitter la monnaie unique, mais la zone euro reste inchangée pour l'essentiel.

**Chypre**  
**Grèce**  
**Malte**  
**Portugal**

....

## A) Statu Quo (2)

---

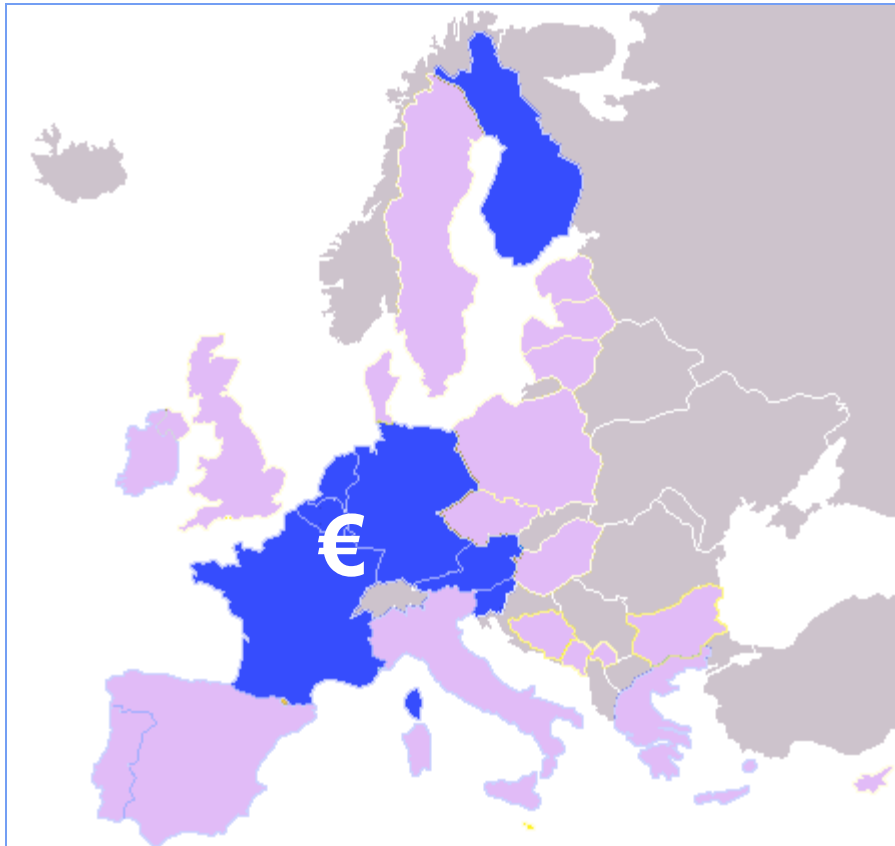
- Le statu quo correspond au consensus affiché par les dirigeants européens (ce n'est pas une surprise...)
- Mais il implique une rigueur budgétaire accrue de la part des pays endettés. Le contexte est fortement déflationniste, ce qui produit mécaniquement deux effets :
  - les revenus fiscaux diminuent et le déficit budgétaire ne peut pas être stabilisé
  - le bilan des banques se dégrade ce qui nécessite des plans de sauvetages à répétition
- Dès lors, *en l'absence de mécanisme de mutualisation des dettes entre pays membres, les marchés refuseront de (re)financer la dette des pays faibles et la situation deviendra intenable*

## A) Statu Quo (3)

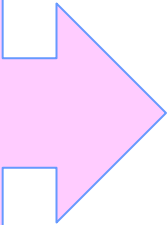
---

- La mutualisation des dettes peut prendre diverses formes :
  - émissions d'Eurobonds ou d'Eurobills
  - rachat par la BCE de la dette des pays menacés par les marchés
  - garanties totales ou partielles apportée par un mécanisme européen etc.
- Ce type de mesure est officiellement rejetée par l'Allemagne, mais en réalité la décision finale sera prise en fonction du coût potentiel de la mutualisation comparée au coût potentiel de l'éclatement de l'euro
- Si rien n'est fait (ou trop peu) en matière de mutualisation des dettes, les pays faibles seront « satellisés », au risque d'une fragmentation brutale de la zone euro  $\Rightarrow$  *c'est notre scénario B*

# B) Scénario Bloc Nord et France



Les pays dont la dette est jugée insoutenable quittent la zone euro qui se réduit donc au Bloc Nord.

- Chypre**
  - Espagne**
  - Grèce**
  - Italie**
  - Irlande**
  - Malte**
  - Portugal**
  - ....
- 



## B) Bloc Nord et France (2)

---

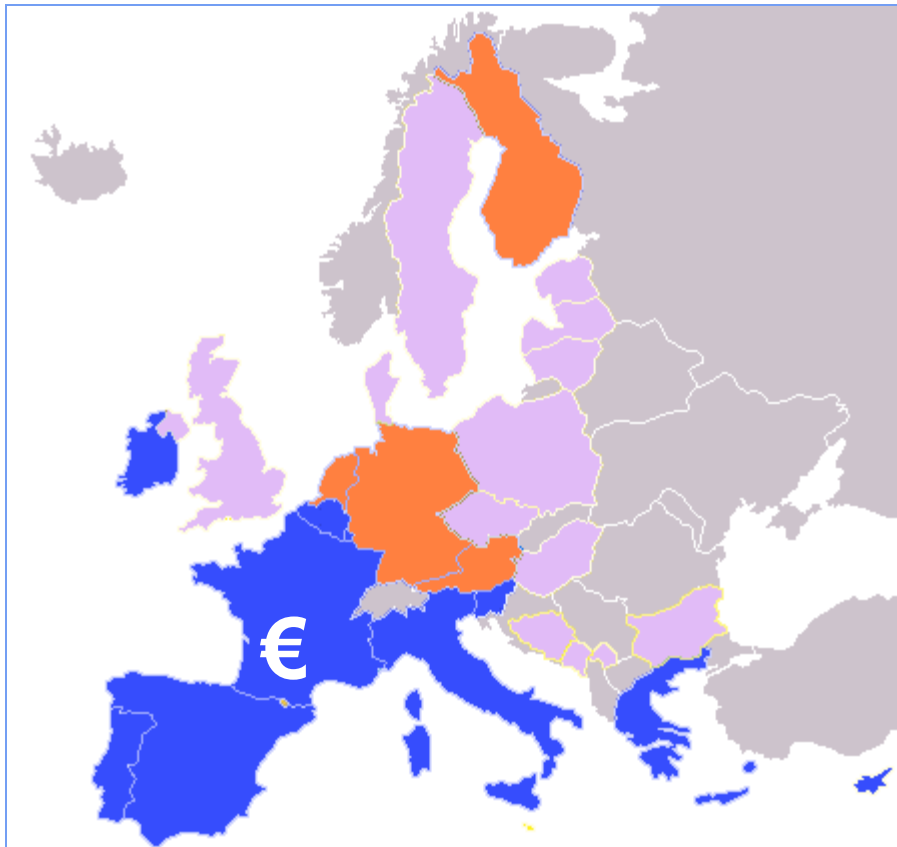
- Le scénario B correspond précisément à l'échec de la politique menée dans le scénario précédent
- les pays faibles sortent de l'euro et recréent des monnaies nationales, évidemment sujettes à de fortes dévalorisations.  
*De ce fait les pays sortants devront probablement faire défaut par redénomination de leurs dettes libellées en euros*
- Outre les désordres monétaires et leurs conséquences pour les ménages, un grand nombre d'institutions financières européennes seront mises en difficulté
- Par ailleurs l'euro fort et la récession des pays sortants exerceront une forte pression déflationniste sur les économies du Bloc Nord

## B) Bloc Nord et France (3)

---

- Le scénario B est probablement le pire scénario pour la zone euro, et ceci pour les pays forts comme pour les pays faibles
- Cependant si l'Allemagne refuse la mutualisation des dettes nécessaire au maintien du statu quo, il existe d'autres solutions
- En effet les conséquences négatives du scénario B proviennent en grande partie de son caractère désordonné
- Il est de loin préférable de négocier entre pays membres pour trouver une solution de sortie de l'euro plus favorable
- Cette solution peut prendre la forme du scénario C (sortie de l'Allemagne) ou celle du scénario D (disparition de l'Euro)

# C) Scénario Club Sud et France



Les pays forts  
(Allemagne en tête)  
abandonnent  
volontairement  
la zone euro,  
qui échoie donc  
au Club Sud !

Allemagne  
 Autriche  
 Finlande  
 Pays-Bas  
 ....

## C) Club Sud et France (2)

---

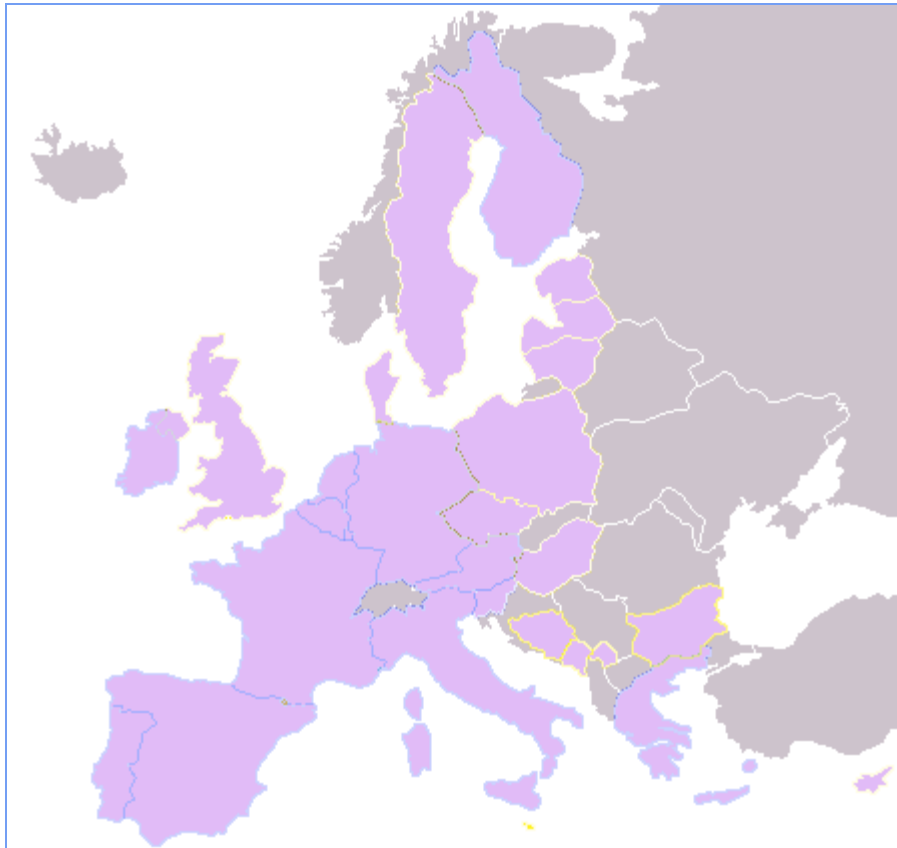
- Ce scénario n'est pas le symétrique du B. Il ne résulte pas d'une fragmentation désordonnée, mais au contraire d'une stratégie négociée entre membres de la zone €.
- *Cette fois ce sont les pays forts qui abandonnent volontairement l'euro.* Ils peuvent d'ailleurs créer entre eux une nouvelle union monétaire et disposer ainsi d'une monnaie forte.
- Inversement l'euro se déprécie, mais de façon moins explosive que les monnaies locales (re)créées dans le scénario B
- En fait la solution C est une substitution : l'euro existe toujours mais ce n'est plus une monnaie forte. Il n'y a officiellement aucun défaut...

## C) Club Sud et France (3)

---

- Pourtant la baisse de l'euro allège les dettes des états (y compris celles des Allemands !) et favorise la relance du Club Sud.
- Le scénario C est donc meilleur pour la croissance mais il conduit aussi à une hausse des taux obligataires et comporte un risque de dérapage inflationniste
- Les autorités monétaires devront trouver un juste milieu entre la dépréciation compétitive de l'euro et le fonctionnement débridé de la planche à billets
- A cet égard la cohésion du Club est difficile à maintenir dans la durée. En effet les économies du Club Sud sont moins intégrées que celles du Bloc Nord.
- Le scénario D (disparition de l'euro) serait évidemment la solution définitive à ce problème

# D) Scénario « Chacun sa monnaie »



La monnaie unique est abandonnée, mais ce scénario résulte d'une négociation entre pays membres.



## D) Chacun sa monnaie (2)

---

- Ce scénario est considéré comme peu probable par les observateurs, essentiellement pour des raisons politiques : l'attachement *supposé* à l'euro, l'euro symbole de l'Union etc.
- *Mais en réalité, l'euro ne disparaît pas nécessairement :*
  - il peut subsister en tant qu'unité de compte, calculée à partir d'un panier de monnaies nationales
  - il peut aussi survivre en tant que *monnaie commune*, à défaut de garder son statut de monnaie unique
- Dans les deux cas on évite la redénomination des dettes antérieures. On peut donc obtenir un effet de substitution tout aussi imparable que dans le scénario C !

## D) Chacun sa monnaie (3)

---

- Par ailleurs chaque pays retrouve sa souveraineté monétaire pour le meilleur ou pour le pire :
  - les marges de manœuvre monétaires permettent de réajuster les revenus et la compétitivité des pays membres
  - en revanche un *défait négocié* des pays faibles semble impossible à éviter dans ce contexte
- Pour autant l'Union Européenne ne disparaît pas, elle ne fait que revenir à la situation monétaire antérieure à la création de l'euro
- Pour gérer la crise bancaire, l'UE disposera toujours du levier de la BCE et elle pourra faire avancer d'autres projets (tels que l'Union Bancaire Européenne par ex.)



# Sommaire

- 1. Le risque souverain**
- 2. Scénarios pour l'Euro**
- 3. Conclusion**

- Le scénario A (Statu quo) est porteur de taux durablement bas, et présente un risque de stagnation à *la japonaise*
- Le scénario B (Bloc Nord) correspond à une crise brutale dont l'issue est incertaine. Il sert d'ailleurs de repoussoir pour plaider la mutualisation des dettes publiques de la zone euro.
- Si l'Allemagne refuse cette mutualisation, le scénario C (Club Sud) est une meilleure solution, car il favorise la croissance. Cependant la cohésion du Club Sud sera difficile à préserver.
- Le scénario D (retour ordonné aux monnaies nationales) est le plus dynamique au plan économique. Mais il est aussi très risqué pour les pays incapables de maîtriser leur déficit budgétaire !

- **Références :**
- « Leaving the euro : a practical guide » – Roger Bootle – Capital Economics Ltd
- « A path out of the (euro) crisis » – Jean-Paul Fitoussi et al. – IEP Paris
- « The euro crisis and its implications » – Bodo Herzog – Reutligen University
- « Pour l'euro, l'heure du bilan a sonné » - Jacques Sapir - EHESS

***FRACTALES SA***

5, rue de Hanovre, 75002 PARIS

tel : +33 1 53 30 29 28

[contact@fractales.com](mailto:contact@fractales.com)

***[www.fractales.com](http://www.fractales.com)***