

Zone euro :

Mutualiser par la détention transfrontalière du capital

Olivier Garnier (1983), Chef-économiste Groupe - Société Générale

2

La crise dans la zone euro a mis en évidence la nécessité de mettre en place des mécanismes de mutualisation entre les pays membres. Toutefois, le débat actuel se focalise excessivement sur la seule voie budgétaire, par nature longue et difficile car exigeant en contrepartie des partages de souveraineté nationale. Une voie complémentaire et tout aussi importante mériterait d'être davantage discutée : mutualiser en favorisant une plus grande détention transfrontalière du capital, ce qui serait une façon pérenne d'éviter des arrêts brutaux de financements externes jusqu'ici essentiellement sous forme de dettes. En particulier, l'Allemagne devrait recycler son surplus extérieur en passant du rôle de prêteur à celui d'investisseur dans le reste de la zone euro. Pourquoi ne pas amorcer ce processus par une réduction de la dette des États de la périphérie en échange de la reprise de certains de leurs actifs, ce qui serait une forme de conversion de dettes en fonds propres ?

La crise dans les économies de la périphérie de la zone euro est le plus souvent analysée selon deux grilles de lecture. Pour les uns, le manque de discipline budgétaire en est la cause première. Pour les autres, c'est plutôt du côté des divergences de compétitivité qu'il faut en rechercher la source. Dans les deux cas, il y a toutefois une confusion entre les symptômes et les causes : l'origine commune des déséquilibres de la périphérie se trouve largement dans la soudaine disparition de la contrainte extérieure induite par l'union monétaire. Pour les économies de la périphérie, la création de l'euro s'est en effet traduite par un accès quasiment illimité aux financements extérieurs, combiné à une forte baisse des taux d'intérêt nominaux et réels. Il en est logiquement résulté une contraction de l'épargne intérieure – privée et/ou publique –, un surinvestissement dans des actifs improductifs (immobilier) du fait d'un taux d'intérêt réel trop bas, et un gonflement excessif des secteurs abrités (construction, commerce,...) au détriment des secteurs exposés. En d'autres termes, l'envolée des déficits publics et extérieurs,

comme la surévaluation du taux de change réel (qui peut s'analyser comme une hausse excessive des prix dans les secteurs abrités relativement aux secteurs exposés) sont les symptômes communs d'un même phénomène.

Arrêt brutal des flux de capitaux privés allant du cœur vers la périphérie

Cette situation s'est tout aussi brutalement retournée lorsque les créanciers étrangers – principalement situés dans les pays du cœur de la zone euro – se sont subitement inquiétés de cet excès d'endettement, et ont alors exigé des primes de risque très élevées, voire même, dans certains cas, ont refusé de continuer à prêter aux États et aux banques de la périphérie. Ce processus de *sudden stop* des financements privés externes (et de sortie simultanée des capitaux internes que reflète la baisse des dépôts bancaires), bien connu des économies émergentes dans les décennies passées, n'a pu jusqu'ici être compensé que grâce au

Fonds européen de stabilité financière (pour les États sous programme) et surtout à la BCE, qui est venue se substituer aux prêts interbancaires transfrontaliers.

L'envolée des désormais fameux soldes TARGET2 – créditeurs pour des pays comme l'Allemagne et les Pays-Bas et débiteurs pour ceux de la périphérie – constitue la contrepartie de cet arrêt brutal des flux de capitaux privés. Par exemple, la position fortement créditrice de la Bundesbank (qui dépasse 700Mds€) reflète le fait que les banques allemandes ont fortement réduit leurs engagements sur le reste de la zone euro et ont déposé leur liquidité excédentaire auprès de la BCE (via leur compte à la Buba). Contrairement à une idée répandue Outre-Rhin, ceci ne traduit donc pas une augmentation de l'exposition nette totale de l'Allemagne vis-à-vis du reste de la zone euro : il y a seulement eu un transfert du risque depuis le bilan du secteur privé allemand vers celui de la Bundesbank¹.

Pour autant, cette situation où les déséquilibres intra-zone euro sont principalement intermédiés par l'Eurosystème (via TARGET2) ne peut perdurer indéfiniment : cela entérinerait définitivement une situation de fragmentation financière et donc, *de facto*, la fin de l'union monétaire. A l'inverse, il est peu probable – et d'ailleurs peu souhaitable – qu'on puisse revenir à la situation pré-crise, où les institutions financières privées du cœur de la zone euro se remettraient à financer aussi massivement qu'auparavant les dettes publiques et bancaires de la périphérie.

Pour résoudre durablement cette situation, plusieurs options sont a priori envisageables :

- la première serait celle de l'auto-assurance et de l'autarcie financière : chaque pays membre de la zone euro s'efforcerait de s'autofinancer en accumulant des surplus extérieurs et en retenant son épargne intérieure sur le territoire national via une politique de « répression financière » ;
- la deuxième consisterait à mettre en place des mécanismes permanents de mutualisation budgétaire entre les États membres de la zone euro, que ce soit via des transferts ou par l'émission d'euro-obligations ;
- la troisième reposerait elle aussi sur des mécanismes de partage des risques entre les différentes économies de la zone euro, mais via les marchés de capitaux privés (investissements directs et actions) en développant la détention transfrontalière du capital des entreprises.

Les dangers de l'autarcie financière et du chacun pour soi

A la suite de la crise asiatique de la fin des années 1990, beaucoup d'économies émergentes ont choisi de se protéger contre les risques de retournements brutaux des entrées de capitaux en accumulant des montants très importants de réserves de change, dans le cadre d'une stratégie de croissance axée sur l'exportation (et souvent via une sous-évaluation délibérée du taux de change). Pour le même type de raisons mais sous des formes différentes, les économies déficitaires de la zone euro pourraient à leur tour être incitées à mener des stratégies d'auto-assurance reposant sur l'accumulation de surplus extérieurs et la « renationalisation » de leur épargne intérieure².

Une réduction des déficits extérieurs des pays de la périphérie est certes tout à fait indispensable : elle passe par des politiques de « dévaluation interne » (baisse des coûts de main d'œuvre) et de compression de la demande intérieure. Les données les plus récentes sur la compétitivité-coût et les balances courantes montrent d'ailleurs que ces ajustements sont déjà bien engagés. Pour autant, il serait contre-productif que chaque pays de la zone euro cherche à tout prix à s'affranchir de toute dépendance aux capitaux étrangers.

Premièrement, du fait notamment de divergences de démographie et de productivité (rattrapage technologique) entre les différentes économies, l'existence d'excédents et de déficits (modérés) des balances courantes au sein de la zone euro n'est pas en elle-même le signe de déséquilibres à corriger. Par exemple, il n'est pas en soi anormal qu'une économie comme celle du Portugal, encore très éloignée de la frontière technologique, emprunte auprès de l'étranger pour financer son développement : le problème est venu non pas du recours à des financements externes, mais du fait que ces derniers aient été utilisés pour financer, non pas un surcroît d'investissement productif, mais un surcroît de consommation immédiate. En outre, l'autarcie financière empêcherait d'exploiter l'un des principaux avantages de l'union monétaire : permettre à chaque pays (comme c'est déjà le cas pour les régions au sein de chaque pays) de se spécialiser dans les secteurs où se trouvent ses avantages comparatifs et de bénéficier ainsi d'économies d'échelle.

Deuxièmement, dégager des excédents courants ne serait pas forcément suffisant pour affranchir les pays de la périphérie de toute dépendance vis-à-vis des capitaux étrangers. En effet, à l'exception de l'Italie, la position extérieure nette (calculée comme la différence entre le stock d'actifs étrangers détenus par les résidents et le stock d'actifs domestiques détenus par les non résidents) des pays de la périphérie est fortement débitrice et proche de -100 % du PIB. Pour revenir à une position extérieure nette créditrice (comme c'est le cas par exemple de l'Allemagne ou des Pays-Bas), il leur faudrait donc accumuler des surplus extérieurs massifs pendant une très longue période.

Enfin et surtout, de telles stratégies menées simultanément par tous les pays pourraient tôt ou tard déboucher sur des mesures protectionnistes au sein même de la zone euro, tant sur les marchés de biens que d'épargne. L'existence même

« Pour autant, il serait contre-productif que chaque pays de la zone euro cherche à tout prix à s'affranchir de toute dépendance aux capitaux étrangers. »

du marché unique, voire même de la monnaie unique, risquerait ainsi, à terme, d'être remise en cause.

Il faut donc absolument éviter que les pays de la zone euro ne soient acculés à mener des politiques du chacun pour soi, ce qui requiert une certaine mutualisation des risques, sous une forme ou sous une autre.

Difficultés et limites de la mutualisation budgétaire

La voie opposée au chacun pour soi et à l'autarcie est celle de la mutualisation via des transferts budgétaires entre États membres de la zone euro. Les « pare-feux » (Fonds européen de stabilité financière et Mécanisme européen de stabilité) mis en place pour faire face aux problèmes de financement rencontrés par certains États constituent une première étape dans cette direction, sous la forme d'une mutualisation limitée et conditionnelle. Le débat porte aujourd'hui sur la question de savoir comment aller plus loin dans cette voie, pour se rapprocher d'une véritable union budgétaire.

Sans nier leur nécessité, il nous semble toutefois erroné et dangereux de se focaliser sur des mécanismes de mutualisation de nature exclusivement budgétaire. Tout d'abord, les progrès vers l'union budgétaire seront nécessairement difficiles et incertains, car ils ne pourront se

1 - On pourrait même avancer qu'il y a eu une diminution du risque porté par l'Allemagne : en effet, sauf dans l'hypothèse extrême d'une dissolution complète de l'euro, d'éventuelles pertes de la BCE seraient réparties entre les différentes banques centrales nationales non pas en fonction de leur solde TARGET2 mais de leur pourcentage de détention du capital de la BCE (moins de 30 % pour l'Allemagne).

2 - Le système de change qui a prévalu au cours de la décennie 2000 entre les États-Unis (en tant qu'émetteur de la monnaie de réserve internationale) et les grandes économies émergentes a été baptisé par certains « Bretton Woods 2 ». Il pourrait être tentant de faire une analogie entre l'asymétrie de ce système et celle existant actuellement au sein de la zone euro entre l'Allemagne (le passif de la Bundesbank constituant la monnaie de réserve implicite ultime, via le rôle de refuge que représentent les dépôts auprès de celle-ci en période de crise) et la périphérie. Toutefois, il existe une différence cruciale entre les deux, d'ailleurs au cœur du fameux « dilemme de Triffin » : l'Allemagne, contrairement aux États-Unis, dégage un excédent structurel de sa balance courante.



« Outre la mise en place de l'union bancaire, il est donc tout à fait essentiel de promouvoir la détention transfrontalière du capital des entreprises et des banques de la zone euro. »

faire sans que les gouvernements et parlements nationaux - et leurs électeurs - acceptent des pertes de souveraineté, sauf à créer une « union de transferts » inacceptable en Allemagne pour de bonnes raisons : il ne peut y avoir de mutualisation budgétaire sans représentation. Ensuite, en instituant des mécanismes permanents de transferts budgétaires, on risque de pérenniser à tort certaines hétérogénéités entre pays de la zone euro : par exemple, les moins productifs seront moins incités à essayer de rattraper leur retard. Enfin et surtout, les transferts publics ne constituent pas la seule forme possible de mutualisation des risques-pays : la détention transfrontalière du capital, qui a l'avantage d'être un mécanisme décentralisé et passant par les marchés, est au moins aussi importante, alors même qu'elle a jusqu'ici fait l'objet de beaucoup moins d'attention. L'exemple des États fédérés américains est à cet égard tout à fait instructif : selon les études empiriques menées sur ce sujet, la détention transrégionale du capital des entreprises y joue un rôle très nettement plus important que les transferts budgétaires fédéraux dans l'amortissement et la mutualisation des chocs économiques régionaux³. En d'autres termes, contrairement à une idée répandue, la première raison pour laquelle l'excès d'endettement de l'État de Californie n'a pas les mêmes consé-

quences systémiques que dans le cas de la Grèce ne tient pas au fédéralisme budgétaire : elle tient au fait que les entreprises et les banques implantées en Californie sont américaines (de par leur actionnariat) avant d'être californiennes.

La « mal-intégration » financière dans la zone euro

En réalité, la crise dans la zone euro a été alimentée non pas par un excès d'intégration financière mais au contraire par une mauvaise et incomplète intégration financière. En effet, l'intégration s'est faite surtout au niveau des marchés de dettes, et assez peu au niveau de la propriété du capital, au nom souvent d'un certain nationalisme financier cherchant à protéger et promouvoir des « champions nationaux ». Par exemple, les financements extérieurs allant de l'Allemagne vers la périphérie de la zone euro se sont faits quasi exclusivement sous la forme d'achats d'obligations ou de prêts bancaires, et non pas sous la forme d'investissements directs ou en actions⁴. Et, paradoxalement, les pays d'Europe centrale sont davantage intégrés – du point de vue de la détention du capital (notamment dans le secteur bancaire) – avec la zone euro que la périphérie de celle-ci ne l'est avec son cœur⁵.

Si l'on ajoute à cela le fait que les mécanismes de supervision et de résolution des crises bancaires étaient eux aussi restés au niveau national (à l'exception notable de la fourniture de la liquidité bancaire via la BCE), cela veut dire que l'intégration financière ne s'était pas accompagnée, comme cela aurait dû être le cas, d'une véritable réduction du risque-pays. En l'absence du rôle d'amortisseur et de mutualisation des risques qu'aurait pu jouer un actionnariat davantage transfrontalier, et en privilégiant au contraire le financement externe par la dette via les États et les banques, les économies de la périphérie se sont retrouvées fortement exposées au risque de crises de liquidité ou de solvabilité d'ampleur systémique.

Réduire le risque-pays en développant la détention transfrontalière du capital

Outre la mise en place de l'union bancaire, il est donc tout à fait essentiel de promouvoir la détention transfrontalière du capital des entreprises et des banques de la zone euro. Cela contribuera à casser le cercle vicieux actuel entre risque souverain, risque bancaire et risque-pays.

Reste à définir comment un tel processus pourrait s'amorcer aujourd'hui. En théorie, cela devrait se faire spontanément : la chute des prix des actifs dans les économies de la périphérie, combinée à l'amélioration déjà perceptible de leur compétitivité-coût, devrait y créer des opportunités d'investissement attractives pour les entreprises des pays du cœur. En pratique, toutefois, un tel processus se heurte à des obstacles aussi bien du côté de la périphérie (réticence à céder le contrôle d'actifs à des prix jugés bradés et volonté de protéger ses prétendus « champions nationaux ») que de celui du cœur (réticence à investir dans des économies au futur jugé encore excessivement incertain). C'est pourquoi, au moins en guise d'amorçage, des solutions plus centralisées et pouvant combiner capitaux publics et privés doivent être envisagées.

Par exemple, il pourrait être pertinent de créer une agence de privatisations européenne (une sorte de Treuhand comme celle créée en Allemagne au moment de la réunification), dont le rôle serait de prendre la propriété d'actifs à privatiser en échange d'une réduction de la dette des États périphériques⁶. Cela reviendrait *de facto* à réaliser une forme de conversion de dettes en capital, tout en donnant davantage de temps et de compétences pour réaliser ensuite les privatisations dans de meilleures conditions. En particulier, dans le cas de la Grèce, une telle opération serait juridiquement⁷ et surtout politiquement plus acceptable par les États créanciers

(au premier rang desquels l'Allemagne) qu'un pur et simple effacement de dettes. Soulignons aussi que la recapitalisation directe des banques par le Mécanisme européen de stabilité, qui devrait devenir possible lorsque la supervision bancaire unique sera en place, participe de la même logique.

De même, on pourrait envisager que l'Allemagne se dote d'une sorte de fonds souverain, afin de recycler son surplus de balance courante (et de diminuer la position créditrice TARGET2 de la Bundesbank) sous la forme d'investissements en capital dans la périphérie de la zone euro⁸. Ce fonds aurait l'avantage d'offrir aux épargnants allemands des rendements plus attractifs (avec possiblement une garantie de l'État) que le taux d'intérêt nul procuré actuellement par les dépôts qui ne cessent de s'accumuler dans le bilan des banques allemandes (au risque de créer à terme une bulle de crédit à l'intérieur de ce pays !). Pour échapper à la malédiction des pays excédentaires, l'Allemagne doit impérativement passer du rôle de prêteur à celui d'investisseur dans le reste de la zone euro.

Tout ceci montre qu'il est non seulement souhaitable mais possible de ne pas compter seulement sur la mutualisation budgétaire pour créer les conditions d'une véritable union économique et monétaire au sein de la zone euro : la mutualisation par la propriété du capital est au moins aussi essentielle et vraisemblablement moins difficile à réaliser à court-moyen terme. ■

6 - La difficulté serait bien sûr de trouver le bon prix de cession des actifs à cette agence « fédérale », mais elle pourrait être atténuée si un mécanisme d'intéressement de l'État concerné aux plus ou moins-values futures était mis en place.

7 - Un effacement même partiel des dettes auprès du FESF ou des autres États de la zone euro pourrait être jugé incompatible avec l'article 125 du Traité de Lisbonne, qui interdit à un État membre de prendre à sa charge des engagements d'un autre État membre.

8 - Cette idée est à distinguer de celle mise en avant par Daniel Gros et Thomas Mayer (Financial Times, 27/08/2012) qui recommandent la création d'un fonds souverain allemand pour investir principalement à l'intérieur de la zone euro plutôt qu'en son sein.



3 - L'étude classique à ce sujet est celle de Asdrubali, Sorensen et Yosha : « Channels of interstate risk sharing : United States 1963-1990 », Quarterly Journal of Economics, Vol 111, 1996.

4 - Sur les douze dernières années, l'Allemagne a été importatrice nette vis-à-vis de la zone euro en matière d'investissements directs et d'actions.

5 - Le fait que leurs banques soient largement détenues par des groupes étrangers s'est finalement révélé comme un facteur de résilience pour les pays d'Europe centrale lors de la crise de 2008-09 : dans le cadre de l'initiative de Vienne, les maisons-mères ont continué d'assurer le financement de leurs filiales locales.