

L'euro peut-il disparaître ?

Agnès Bénassy-Quéré, *Alternatives Economiques*, 19 octobre 2020

 alternatives-economiques.fr/leuro-disparaître/00094156



Les blessures de la zone euro n'ont pas été parfaitement cautérisées et pourraient se rouvrir à l'occasion d'une hausse inopinée des taux d'intérêt ou d'un changement politique dans un Etat membre, analyse Agnès Bénassy-Quéré.

PHOTO : Getty

?

Partenaire des Printemps de l'économie, Alternatives Economiques publie cette tribune de la cheffe économiste du Trésor, Agnès Bénassy-Quéré, détaillant les deux scénarios qui pourraient conduire à la fin de l'euro.

Qu'est-ce qui pourrait conduire à une disparition de l'euro ? On peut songer à deux scénarios.

Le premier serait la suite logique du choix souverain d'un peuple. L'appartenance à l'euro résulte d'un arbitrage entre les avantages et les inconvénients de la monnaie unique. A un moment donné, les contraintes sur les politiques macroéconomiques peuvent être jugées trop lourdes. Certains pays (l'Italie par exemple) pourraient vouloir s'affranchir des règles budgétaires ; d'autres (l'Allemagne) pourraient vouloir récupérer une autonomie monétaire.

Il suffit du départ d'un seul pays pour que l'union monétaire se transforme en régime de change fixe : les marchés ne percevraient plus l'euro comme un régime permanent et reprendraient donc leur activité spéculative comme dans les années 1980-1990. L'euro ne survivrait pas longtemps. Ce premier scénario n'est pas le plus probable, car l'euro

jouit d'un fort soutien dans les enquêtes régulières auprès de la population (Eurobaromètre). Cependant, les dynamiques politiques peuvent se retourner rapidement, comme l'a démontré le Brexit.

Des blessures pas totalement guéries

Le second scénario est celui d'une rupture accidentelle. On a pu entrevoir l'enchaînement possible en 2015 en Grèce. A cette époque, les banques ne pouvaient plus utiliser les titres de dette publique de ce pays pour obtenir des refinancements auprès de la Banque centrale européenne (BCE), car ces titres étaient trop mal notés : ils ne pouvaient plus servir de garanties.

Les banques grecques pouvaient néanmoins obtenir de la liquidité auprès de la Banque nationale grecque, selon la procédure d'urgence. Cependant, les refinancements dans ce cadre étaient soumis à un plafond fixé par la BCE, et relevé régulièrement pour maintenir le système bancaire grec à flot. A cette époque, il aurait suffi que la BCE ne relève pas suffisamment le plafond pour qu'une banque d'importance se trouve à court de liquidité. Pour éviter un effondrement du système bancaire, le gouvernement grec n'aurait pas eu d'autre choix que de réintroduire une monnaie nationale et une banque centrale propre afin d'assurer la liquidité du système bancaire en dépit de son risque d'insolvabilité.

La boucle d'interaction entre risque bancaire et risque souverain n'a pas encore été enrayée en Europe

Ce second scénario ne peut malheureusement pas être écarté. En effet, la boucle d'interaction entre risque bancaire et risque souverain n'a pas encore été enrayée en Europe.

Avec des taux d'intérêt inférieurs aux taux de croissance, les dettes publiques sont soutenables. Cependant, si les taux d'intérêt venaient à réaugmenter, on ne peut exclure une spirale déséquilibrante où les taux montent parce que les dettes apparaissent non soutenables et vice versa. Dans ce cas, la situation des banques dans certains pays comme l'Italie deviendrait très vite difficile. La BCE pourrait alors actionner son « arme nucléaire » en rachetant la dette publique concernée, mais il faudrait pour cela que le pays se soumette à un programme d'ajustement sévère. Pas sûr que l'opinion publique y soit favorable, ce qui nous ramène au scénario précédent.

En résumé, depuis le début de la crise, les milieux anglo-saxons ont régulièrement sous-estimé l'engagement politique des Etats membres et de la BCE à assurer l'intégrité de la zone euro. Cependant, les blessures n'ont pas été parfaitement cautérisées et pourraient se rouvrir à l'occasion d'une hausse inopinée des taux d'intérêt ou d'un changement politique dans un Etat membre.

Agnès Bénassy-Quéré, est cheffe économiste à la Direction générale du Trésor.

