

L'Allemagne s'est-elle exclue de fait de la zone Euro ? Décryptage de l'article de Patrick Artus par Vincent Brousseau, ancien économiste à la BCE et responsable UPR des questions monétaires et du retour au franc



Dans un [article](#) récemment paru sur Atlantico, l'économiste français [Patrick Artus](#) pose une question à la formulation spectaculaire : « L'Allemagne s'est-elle exclue de fait de la zone euro ? ». Derrière ce titre se cache une observation peut-être moins spectaculaire, mais certainement intrigante : les épargnants allemands ne prêtent plus leur épargne aux autres pays de la zone euro, alors même qu'ils en prêtent aux pays hors zone euro. Ce qui paraît un comble. On comprendrait à la rigueur que l'union monétaire échoue à créer une préférence pour l'investissement dans la zone, mais comment diable fait-elle pour créer une anti-préférence ?

Le constat de Patrick Artus

D'abord, le constat. Je le cite : « Depuis 2010, donc le début de la crise en zone euro, ce n'est plus le cas. L'excès d'épargne des Allemands est prêté au monde en dehors de la zone euro. » C'est ce qu'il dit, et je ne propose pas de mettre sa parole en doute. Il s'en émeut, faisant valoir que, d'une part, le rôle d'une union monétaire est censément de favoriser l'intégration financière entre ses membres, et que d'autre part cette source de financement, l'épargne allemande est alors perdue pour la croissance du reste de la zone

Je crois que le problème est même un peu plus général. Entre 2010 et 2013, alors à la BCE, **j'ai tous les jours entendu des plaintes sur le fait que le marché des capitaux de la zone était fragmenté**, jargon qui signifie que ledit marché consiste en fait en la juxtaposition de plusieurs marchés nationaux qui s'ignorent soigneusement les uns les autres. On comprendra que cet état de choses a de quoi vexer une institution dont la vocation, le rôle et l'ambition sont de souder les marchés de la zone en un seul marché qui, par sa taille, serait à même de concurrencer celui des Etats-Unis, etc. Vous connaissez l'argument.

Un rapide coup d'œil à Google vous persuadera que ce souci lancinant n'a pas disparu : taper les mots-clés « market », « fragmentation » et « ECB », et parcourir d'un œil nonchalant les cent mille premiers résultats devrait vous convaincre que le problème, non seulement est toujours là, mais reçoit encore une certaine dose d'attention. Il est certain que si l'on impose à vingt économies de vivre ensemble en leur infligeant une monnaie unique et que, ce nonobstant, elles n'en persistent pas moins à faire chacune leurs petites affaires dans leur coin, cela fait désordre. L'observation d'Artus, en ce qui concerne spécifiquement les Allemands, va même un peu plus loin puisque non seulement ces faux frères ignorent-ils superbement les autres membres de la zone, mais encore adorent-ils investir

~~L'union du peuple pour rétablir la démocratie, en libérant la France de la prétendue union européenne, de l'OTAN et de l'euro~~ dans l'anglosphère, ou au Brésil, en Inde, en Chine, bref partout où il n'y a pas l'euro. Un européiste au courant de ces choses (ce qui n'est pas le cas de tous), ne peut, on le comprend, que mal le vivre.

Artus passe ensuite aux explications plausibles et en retient deux. L'une, qui n'a pas sa préférence, se rapporte aux perspectives de croissance, qui sont moins bonnes dans la zone qu'ailleurs. L'autre, qui a sa préférence, tient à la notion d'aversion au risque. Mais de quel risque s'agirait-il ? Du risque que l'austérité ne s'impose pas assez vite dans les pays euro autres que l'Allemagne. On reconnaît ici, en filigrane, un certain discours officiel. Je retiens l'idée d'aversion au risque, mais je pense qu'elle peut conduire à une autre explication plus conforme au [principe de parcimonie](#), lequel postule en général qu'il convient de considérer, pour une observation donnée, d'abord l'explication la plus économe en termes d'arguments (d'où l'appellation de « principe de *parcimonie* »), et dans ce cas précis qu'il convient de regarder d'abord les explications qui se fondent sur quelque spécificité qu'aurait la zone euro.

Risque de change

Le risque de change ne semble pas dissuader l'épargne allemande puisque, on vient de le voir, elle s'investit volontiers là où la monnaie n'est justement pas l'euro. Mais c'est que le risque de change peut être éliminé, ou au moins très largement réduit, au moyen de ce qu'on appelle la couverture du risque de change. Il n'entre pas dans mon propos de détailler toutes les possibilités qui s'offrent à une entreprise, une banque, ou un épargnant un peu aisé, pour effectivement procéder à cette couverture, mais je voudrais faire ressortir les points suivants :

- Le principe d'une couverture du risque de change est toujours de se prémunir des effets d'une éventuelle évolution défavorable du cours de change, au prix du renoncement aux gains que produiraient son éventuelle évolution favorable.
- Toutes les techniques, simples ou compliquées, de couverture du risque de change se ramènent à des combinaisons de vente à terme d'une devise contre une autre.

Par exemple, si vous investissez en Amérique et attendez de votre investissement un retour de 100 000 dollars dans un an, et que vous craignez que d'ici un an le dollar ne se soit déprécié contre l'euro, ; il convient de vendre au terme de un an la somme de 100 000 dollars contre euros. Ainsi, vous savez combien d'euros vous recevrez *in fine*, ce qui est ce qui vous intéresse, et ceci indépendamment de ce qui va arriver au cours de change durant l'année à venir.

Il n'entre pas dans mon propos d'expliquer ici comment des techniques plus compliquées telles que swaps, options, se ramènent en dernière analyse à des combinaisons de vente ou achat à terme d'une devise contre l'autre, mais tel est bien le cas.

Or, si quelques petits investisseurs individuels qui se seront achetés des actions d'Apple peuvent négliger de couvrir leur risque de change, ce ne sera pas le cas pour une entreprise qui investit ou qui prête à une autre, et encore moins le cas pour une banque. Donc, en fin de compte, le risque de change ne dissuade pas l'épargne, car une couverture contre celui-ci est possible.

Risque de redénomination

Or, il existe une variante du risque de change, à laquelle on ne pense ordinairement pas, et contre laquelle une couverture est impossible. Ce cousin du risque de change qui présente l'inconvénient e ne pouvoir être couvert s'appelle le risque de redénomination. Il est ordinairement absent, mais, dans la zone euro et depuis 2011, il est perçu comme le risque dominant et son existence a été reconnue par Draghi depuis 2012. (L'UPR l'avait d'ailleurs signalé, non sans prescience et réactivité, dans un [article](#) de l'époque.)

De quoi s'agit-il ? Mettons que j'investisse 100 000 euros sur 5 ans. Ce que je paye aujourd'hui est une somme libellée dans une monnaie qui se trouve être [fongible](#) avec celle qui a cours en Allemagne, et donc une monnaie forte. Mais ce que je recevrai en retour sera-t-il une somme libellée dans une monnaie fongible avec celle qui aura alors cours en Allemagne ? Il y a un doute. Peut-être ne recevrai-je qu'un chèque libellé en misérables pesetas ou en déplorables lires. Peut être que je recevrai un chèque libellé en euros, mais qu'à ce moment là l'euro ne sera plus la monnaie de l'Allemagne. Dans un cas comme dans l'autre, je ne recevrai pas une somme libellée dans une monnaie fongible avec celle qui aura cours en Allemagne. Tel est le risque de redénomination.

Union Populaire Républicaine | UPR

~~L'union du peuple pour rétablir la démocratie en libérant la France de la prétendue union européenne de l'OTAN et de l'euro~~
Peut on s'en protéger, peut-on le couvrir ? Eh bien, non. Il n'est pas possible d'échanger 100 000 euros livrables dans 5 ans à Francfort contre 100 000+x euros livrables dans 5 ans à Milan. De tels contrats n'existent pas, et ne verront pas le jour de sitôt, compte tenu du message que cela véhiculerait. En bref, contrairement à ce qui est le cas pour le risque change commun et ordinaire, on ne peut pas se couvrir contre le risque de redénomination.

Dans ces conditions, on comprend qu'investir dans un pays hors-zone euro est effectivement plus attractif que d'investir dans un pays de la zone, mis à part, évidemment, son propre pays. Et l'effet de ce raisonnement est d'autant plus fort pour les Allemands puisque tout le monde anticipe que en cas de divorce monétaire, ce serait la monnaie ayant cours en Allemagne qui serait la plus forte. Pour un Italien, le risque de redénomination n'est pas très dissuasif, puisque recevoir des marks au lieu de liras ne lui serait probablement pas désavantageux, mais pour un Allemand, c'est dissuasif, parce que recevoir quoi que ce soit en provenance de l'ex-eurozone au lieu de marks ne serait probablement pas à son avantage.

Conclusion

Il est donc logique que tout particulièrement les Allemands n'aient aucune envie d'investir dans le reste de l'eurozone, et aucune incantation à la croissance ni aucune mesure d'austérité n'y peuvent plus rien changer. Dès lors que le risque de redénomination a été une fois perçu, il reste perçu ; tant que le risque de redénomination reste perçu, les Allemands préfèrent encore investir hors zone euro que chez leurs partenaires de la zone euro. *Paradoxalement, l'appétit pour les investissements en Italie, Espagne ou France ne pourrait leur revenir qu'une fois prononcé le divorce monétaire.*

--

Vincent Brousseau

Ancien économiste à la BCE

Responsable national chargé des questions monétaires et du retour au franc