

**Rolf Strauch**

**Chef économiste et membre du directoire du
Mécanisme européen de stabilité (MES)**

ENTRETIEN SUR LES RISQUES ET LA RÉSILIENCE DE LA ZONE EURO

*Le Mécanisme européen de stabilité (MES) est connu des décideurs politiques et des experts de l'Union européenne comme le filet de sécurité financière de la zone euro. Il a fourni 295 milliards d'euros d'aide financière essentielle, assortie de conditions, à cinq pays de la zone euro (l'Irlande, le Portugal, la Grèce, Chypre et l'Espagne) qui avaient perdu ou étaient sur le point de perdre leur accès aux marchés financiers pendant la crise de la zone euro. Bien que l'institution n'ait accordé aucun soutien financier depuis 2018, ce mécanisme permanent de résolution des crises, basé au Luxembourg, participe activement aux discussions sur les politiques de la zone euro et analyse en permanence les risques pesant sur la stabilité financière. La nouvelle publication du MES, *l'Euro Area Stability Watch (EASW)*, présente ses évaluations des risques, renforce son rôle préventif et alimente les débats sur les politiques de la zone euro. Nous avons demandé à *Rolf Strauch, Chef économiste et membre du directoire du MES*, de présenter les principales conclusions de la première édition du rapport.*



© MES

*Entretien réalisé par Olivier Marty, Conseiller économique et
financier de Confrontations Europe, le 13 juillet 2026.*

Confrontations Europe (C.E.) : Pourquoi avez-vous décidé de lancer l'Euro Area Stability Watch (EASW), une évaluation approfondie des risques pesant sur la stabilité financière et de leurs conséquences potentielles pour les pays de la zone euro ? La zone euro n'a-t-elle pas renforcé sa résilience au cours des années qui ont suivi la crise ?

Rolf Strauch (R.S.) : La principale raison pour laquelle nous avons lancé ce rapport est la montée de l'incertitude, alimentée par d'importants défis géopolitiques et géoéconomiques. En tant que mécanisme permanent de résolution des crises, le MES souhaite suivre les meilleures pratiques et contribuer aux discussions sur les risques macrofinanciers. Les évolutions géoéconomiques et géopolitiques ont rendu le monde plus complexe, plus incertain et plus volatil. Le MES a toujours assuré un suivi des risques, ce qui fait partie de son rôle préventif. Mais, jusqu'à présent, nous ne publions pas nos évaluations.

Concernant la résilience de la zone euro, nous pouvons mettre en avant trois points forts : le marché du travail, qui reste solide ; le secteur bancaire, qui est plutôt robuste, en grande partie grâce aux mesures mises en œuvre après la précédente crise financière ; et le cadre institutionnel, qui est plus résilient. Le rôle du MES constitue un élément important de ce cadre. Je pense donc qu'il existe d'importants facteurs de résilience, mais cela ne signifie pas que nous soyons à l'abri des chocs. En réalité, la conclusion du rapport est que la résilience de la zone euro est mise à rude épreuve.

C.E. : Quels sont donc les principaux risques dont la zone euro devrait se préoccuper ?

R.S. : Nous identifions deux risques majeurs susceptibles d'affecter la zone euro. Le premier concerne la prolongation des tensions et l'escalade du conflit au Moyen-Orient. Nous traversons actuellement cette situation, qui reste très incertaine. Nous ne savons ni comment ni quand elle prendra fin, mais nous savons qu'elle aura des répercussions sur les prix de l'énergie et sur l'inflation. Le second choc potentiel serait une perte de valeur importante des actifs américains, qu'il s'agisse des actions ou des bons du Trésor américain. Si cela se produisait, nous serions confrontés à un durcissement des conditions financières et les investisseurs européens seraient exposés à des pertes.

C.E. : Dans quelle mesure considérez-vous cette revalorisation des actifs américains comme un risque sérieux ? Il semble que les valorisations des valeurs technologiques parviennent à se dégonfler régulièrement et que, d'un autre côté, les bons du Trésor américain soient jusqu'à présent restés globalement stables.

R.S. : Je pense effectivement que l'exposition de l'Europe aux actifs américains constitue une source importante de pertes potentielles, puisque l'équivalent de 46 % du PIB de la zone euro est investi dans des actions et des titres de dette américains.

Une éventuelle correction de valeur constitue donc un risque important qui mérite d'être mis en évidence. Il est vrai que, dans l'enquête que nous avons menée auprès des acteurs de marché, une forte dévalorisation des actifs américains est considérée comme moins importante que les risques géopolitiques ou les perspectives d'inflation. Nous estimons néanmoins que les valorisations sur les marchés d'actions américains sont excessivement élevées, car elles reposent en grande partie sur des anticipations de bénéfices dans le domaine de l'intelligence artificielle et dans les secteurs connexes.

Nous pourrions assister à de fortes révisions des valorisations si, par exemple, un modèle technologique d'intelligence artificielle concurrent, beaucoup moins coûteux, provenant de Chine ou d'ailleurs, arrivait sur le marché. Les anticipations de bénéfices pourraient alors apparaître excessives, ce qui pourrait entraîner une correction plus importante. L'intelligence artificielle étant un processus technologique en évolution permanente, nous ne savons pas dans quelle direction nous évoluerons à moyen terme et devons rester conscients des risques.

Concernant les bons du Trésor américain, nous avons observé certains changements sur les marchés liés aux politiques de l'administration américaine. Nous pensons que l'incertitude qui en découle persistera. Selon moi, la question essentielle est de savoir comment les marchés évaluent le risque américain compte tenu de l'incertitude politique et de la trajectoire du déficit public. Il s'agit de déterminer si ces éléments les conduiront ou non à réévaluer les actifs américains. Si une revalorisation se combinait à une hausse des taux d'intérêt liée à des anticipations d'inflation plus élevées, l'évolution pourrait être brutale.

C.E. : De quelle manière précise la zone euro est-elle vulnérable aux risques que vous décrivez ? Les marges de manœuvre budgétaires des différents pays sont-elles trop faibles ? La région est-elle trop exposée à des perturbations de l'approvisionnement énergétique ? Qu'en est-il de l'exposition des marchés de dette souveraine ?

R.S. : Les effets des chocs que nous décrivons seraient différents de ceux que nous avons connus en 2010, pendant la « crise de l'euro ». D'un point de vue économique, ce sont les situations budgétaires initiales des pays qui déterminaient alors leur vulnérabilité et l'ampleur de la propagation de la crise. Aujourd'hui, la crise serait différente : les degrés d'ouverture commerciale et de dépendance énergétique détermineraient la vulnérabilité des pays. Cela signifie que les petites économies ouvertes sont davantage exposées que les grandes économies, qui dépendent moins de l'énergie ou sont moins ouvertes au commerce international. D'un point de vue financier, comme nous l'avons déjà indiqué, l'Europe est davantage exposée à une revalorisation des actifs américains, puisque près de la moitié des avoirs détenus par les fonds d'actions de la zone euro ont été investis aux États-Unis. En 2009, cette exposition représentait 19 %. Nous constatons également une évolution du marché de la dette souveraine : certains acteurs des marchés, tels que les fonds spéculatifs, y jouent désormais un rôle plus important. Or, ces acteurs sont très sensibles aux variations de prix, ce qui peut entraîner une volatilité accrue.

C.E. : Dans un scénario défavorable, vous estimez que la combinaison des deux risques majeurs que vous avez présentés ferait probablement entrer la zone euro en récession, tandis que l'inflation pourrait atteindre jusqu'à 5 % en 2026-2027. Pouvez-vous expliquer pourquoi votre analyse ne prévoit aucune modification des politiques publiques à ce stade ?

R.S. : Dans notre exercice, nous posons la question suivante : « Que se passerait-il si les choses tournaient mal ? », et non : « Que va-t-il réellement se passer ? ». C'est ce qui distingue une analyse de scénarios d'une prévision. Dans ce contexte, il est très courant de retenir une hypothèse d'« absence de changement de politique », car nous ne savons pas précisément comment les gouvernements réagiraient et nous ne voulons pas anticiper les réactions des autorités monétaires et gouvernementales. Nous cherchons plutôt à évaluer les conséquences économiques potentielles de la matérialisation des chocs. C'est pourquoi les grandes institutions, telles que le Fonds monétaire international (FMI), la Banque centrale européenne (BCE) et la Commission européenne (CE), ont développé des analyses de scénarios dans un contexte d'incertitude accrue. Elles calibrent et étudient les conséquences économiques potentielles, puis en déduisent les mesures qui pourraient être prises sur le plan politique. Nous suivons donc les meilleures pratiques dans ce domaine.

Figure 1 : Croissance et inflation dans la zone euro selon le scénario défavorable



Source: ESM calculations and European Commission's spring 2026 economic forecast and Eurostat data

Source : MES

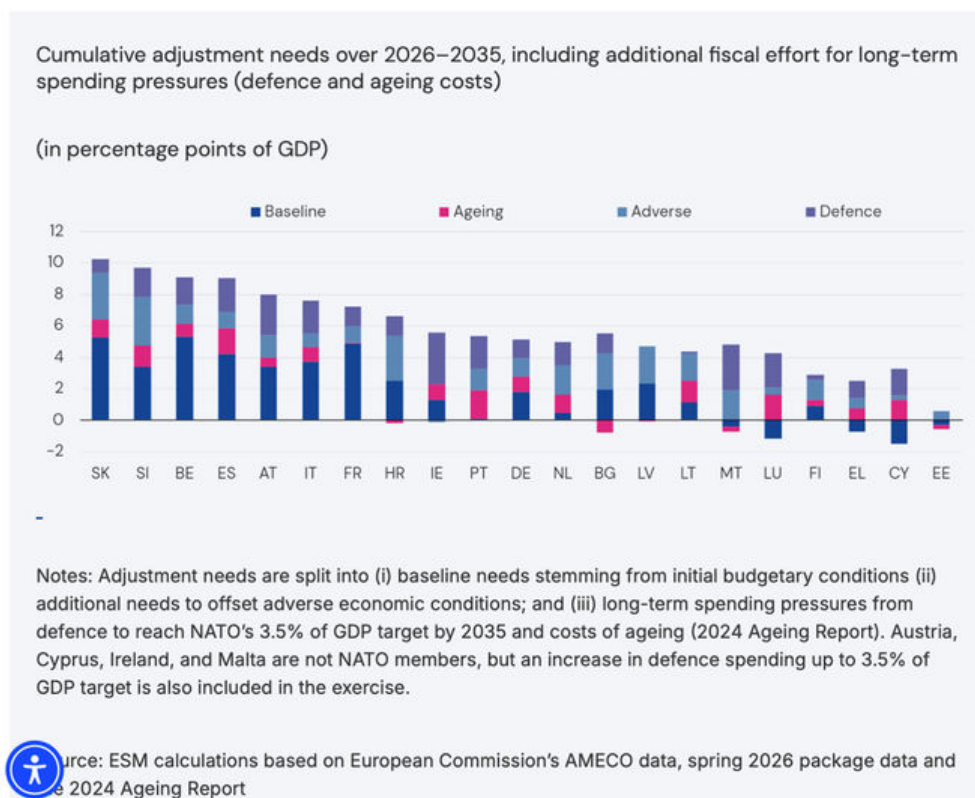
C.E. : Je comprends, mais si votre scénario défavorable devait se matérialiser, il serait assez probable que la Banque centrale européenne (BCE) relève ses taux d'intérêt, n'est-ce pas ?

R.S. : La BCE a réaffirmé sa crédibilité en réagissant avec fermeté au choc inflationniste provoqué par la guerre menée par la Russie contre l'Ukraine et au choc énergétique qui a suivi. Je ne doute pas qu'elle agirait de nouveau de manière appropriée pour défendre la stabilité des prix si ce scénario devait se matérialiser.

C.E. : Concernant la réaction aux crises potentielles, vous rappelez que la qualité des choix politiques est essentielle. Pourtant, dans des circonstances défavorables, de nombreux pays sont tentés de prendre des décisions inappropriées sous la pression d'attentes populaires très fortes et dans un contexte de fragmentation politique. Que recommandez-vous ? Et de quelle manière le MES pourrait-il apporter son aide ?

R.S. : Les gouvernements devront procéder à d'importants ajustements budgétaires et doivent s'y préparer. Ils doivent également respecter le cadre budgétaire européen et relancer la croissance. On ne saurait trop insister sur l'importance de la croissance. La constitution de coussins budgétaires et l'utilisation efficace des dépenses permettraient de dégager une marge de manœuvre budgétaire. La mise en œuvre de réformes structurelles contribuerait également à soutenir la croissance, ce qui renforcerait à son tour les situations budgétaires. Nous ne formulons pas de recommandations concernant des pays en particulier, car ce rôle revient à la Commission européenne. D'une manière générale, je peux toutefois affirmer que les priorités se situent dans ces différents domaines. La marge de manœuvre budgétaire est essentielle compte tenu de l'augmentation des besoins de dépenses, notamment dans le domaine de la défense.

Figure 2 : Un ajustement budgétaire important nécessite des choix politiques difficiles



Source : MES

En ce qui concerne le MES, notre mission consiste à préserver la stabilité financière. Ces dernières années, nous avons travaillé à la révision de notre boîte à outils et échangé avec nos membres, les États membres de la zone euro, afin de nous assurer que nos différents instruments soient adaptés aux circonstances actuelles. Dans ce contexte, nous avons examiné nos lignes de crédit de précaution afin de déterminer si elles seraient adaptées pour répondre à ces risques. Nous pensons qu'elles peuvent constituer des instruments utiles en cas de risque financier majeur. Nos instruments de précaution pourraient également être utiles en cas de menace extérieure pesant sur la sécurité.

C.E. : Compte tenu de tous ces éléments, un aspect essentiel de la prévention des crises réside dans la capacité des pays à reconstituer leurs marges de manœuvre budgétaires. Dans votre analyse, les ajustements liés aux scénarios de crise sont associés à d'autres besoins de dépenses à long terme et font apparaître des efforts budgétaires nationaux très différents entre 2026 et 2035. Comment décririez-vous cette situation ? Craignez-vous que certains pays ne procèdent pas aux ajustements nécessaires, ce qui provoquerait des réactions négatives des marchés ?

R.S. : Dans le rapport, nous identifions les chocs à court terme et les défis à long terme comme des facteurs entraînant durablement une augmentation des dépenses. Nous combinons ensuite ces éléments avec la situation actuelle des finances publiques nationales. En première analyse, les gouvernements qui devraient réaliser les ajustements les plus importants sont ceux qui présentent les niveaux de dette et de déficit les plus élevés, ainsi que ceux dont la charge d'intérêts est importante par rapport à leur croissance. Lorsque ces éléments se combinent aux conséquences d'évolutions économiques défavorables, les petits pays sont davantage exposés. Enfin, nous prenons également en compte les besoins liés à l'augmentation des dépenses de défense et les coûts du vieillissement de la population, afin de fournir une vue d'ensemble des ajustements nécessaires.

Pour certains pays, l'évaluation de ces besoins à partir de la situation actuelle fait apparaître des exigences d'ajustement considérables. En regardant les expériences passées, nous avons constaté qu'environ la moitié des pays étaient parvenus à réaliser des ajustements budgétaires d'une telle ampleur. Il ne s'agit pas d'une prévision de ce qui se produira, mais d'une des raisons pour lesquelles nous affirmons que la résilience est mise à rude épreuve. Tous les gouvernements doivent relever le défi posé par ces besoins d'ajustement budgétaire. Le fait de ne pas répondre à ces difficultés et de ne pas anticiper les besoins futurs nuit à la crédibilité des finances publiques. La confiance des marchés dépend de la conviction des investisseurs qu'un gouvernement maîtrise la trajectoire future de ses finances publiques. Dans le cas contraire, ce sont les marchés qui déterminent la marge de manœuvre budgétaire, et les coûts d'emprunt peuvent augmenter, réduisant ainsi la capacité d'un gouvernement à dépenser et à soutenir la croissance économique.

C.E. : Le deuxième chapitre de l'Euro Area Stability Watch est consacré aux dépenses de défense. Vous soulignez que ces dépenses peuvent, à terme, devenir largement autofinancées sur le plan budgétaire, jusqu'à hauteur de 53 %, grâce aux recettes fiscales supplémentaires sur le travail et aux recettes induites par les dépenses, à condition que d'importants gains de productivité se diffusent dans l'économie. Pouvez-vous revenir sur ce résultat particulièrement important ?

R.S. : Cette partie du rapport porte sur une question très actuelle. Elle contribue au débat sur la « résilience souveraine » et la situation budgétaire des États membres. La défense peut effectivement avoir une incidence importante sur les finances publiques, car les dépenses de défense, lorsqu'elles sont bien conçues, peuvent être partiellement autofinancées. Nous constatons que les États membres peuvent récupérer jusqu'à 53 centimes pour chaque euro supplémentaire consacré à la défense, lorsque les dépenses de défense produisent d'importantes retombées de productivité dans l'économie civile. En l'absence de telles retombées, le montant récupéré est de 25 centimes pour chaque euro supplémentaire dépensé. Comment ces retombées se produisent-elles ? La conception des dépenses joue un rôle déterminant. Lorsque les dépenses sont consacrées à la technologie et à l'innovation, elles peuvent aider les acteurs civils à améliorer leur productivité. Lorsque l'on encourage la recherche et le développement, les effets peuvent mettre beaucoup de temps à se matérialiser pleinement. À l'inverse, si les gouvernements utilisent les dépenses de défense pour financer l'entretien, les dépenses de personnel ou l'achat de matériel militaire à l'étranger, les effets de diffusion dans l'économie sont plus limités.

C.E. : Quelles sont les principales conditions permettant aux dépenses de défense de s'autofinancer sur le plan budgétaire ?

R.S. : Selon nous, quatre facteurs importants déterminent la mesure dans laquelle les dépenses de défense peuvent en partie « s'autofinancer ». Premièrement, ces dépenses doivent être bien conçues, c'est-à-dire orientées vers la recherche et le développement ainsi que vers la technologie. Deuxièmement, la source de financement est importante. Nous estimons qu'il est préférable de redéfinir les priorités de dépenses à l'intérieur d'une enveloppe budgétaire donnée plutôt que d'augmenter la fiscalité. La manière dont les fonds sont dépensés est donc aussi importante que le montant dépensé. Troisièmement, la dimension européenne est essentielle, particulièrement en ce qui concerne les marchés publics. Il est indispensable de mobiliser la force du marché unique au bénéfice du marché de la défense. Un marché plus vaste permet de disposer d'une offre plus importante et d'une concurrence accrue, ce qui favorise une plus grande diversité des produits et une meilleure maîtrise des coûts. Au sein de l'Union européenne, les États membres devraient disposer d'une flexibilité suffisante pour pouvoir choisir des fournisseurs établis dans d'autres pays de l'Union. Le dernier élément concerne la crédibilité du cadre budgétaire. Les dépenses de défense peuvent être réalisées à moindre coût lorsqu'elles s'inscrivent dans un

plan budgétaire national bien conçu et respectent le cadre budgétaire européen. Cela renforce la crédibilité, laquelle se traduit par une diminution des coûts d'emprunt. Un pays peut alors dépenser davantage et obtenir des effets plus importants sur la croissance.

C.E. : Pour revenir à cette coordination européenne en matière de défense, concernant par exemple la conception des marchés publics, l'intégration des chaînes d'approvisionnement, les financements conjoints ou les programmes de recherche et de développement, qui est indispensable pour amplifier les bénéfices de la montée en puissance de la défense et son autofinancement budgétaire : comment évaluez-vous la situation actuelle dans ce domaine ?

R.S. : Le rapport souligne l'importance de la dimension européenne. L'approfondissement du marché unique et l'organisation d'achats conjoints constituent un premier élément. Un autre consiste à considérer la défense et la sécurité comme un « bien public » européen. Si les dépenses sont efficaces et permettent d'accroître la productivité, un financement européen conjoint de la défense aurait du sens. Des progrès restent encore à accomplir dans ce domaine. Au-delà du programme SAFE (Security Action for Europe), d'autres possibilités existent. Dans l'ensemble, une forte dimension européenne serait effectivement très utile.

C.E. : Avez-vous des attentes ou des souhaits particuliers concernant le financement de la défense ?

R.S. : La proposition de la Commission visant à financer la défense dans le cadre du prochain cadre financier pluriannuel constitue une étape importante. La Banque européenne d'investissement (BEI) a également augmenté ses financements liés à la défense. Le MES ne pourrait intervenir que si la stabilité financière était menacée et si l'ensemble de ses membres donnait son accord. Cette intervention pourrait notamment comporter une dimension préventive en cas de menace extérieure pesant sur la sécurité. Plusieurs propositions ont été formulées, notamment dans le rapport Letta, concernant le recours au MES pour financer la défense. Dans tous les cas, il appartient aux États membres de décider d'une éventuelle intervention du MES.