

## II / Zone euro : la crise après la crise

*Agnès Bénassy-Quéré\**

**S**i la crise de la zone euro, depuis 2010, a bien été déclenchée par la crise économique mondiale de 2007-2009, ses racines sont internes : elles tiennent à une architecture inadaptée de la politique économique en Europe. C'est pourquoi cette crise est profonde et susceptible de modifier le visage de l'union monétaire. Nous revenons dans ce chapitre sur les causes de la crise souveraine en zone euro et sur la manière dont elle a été traitée jusqu'à l'été 2011, avant d'évoquer l'héritage que pourrait laisser cette crise en Europe.

### **Retour sur les causes de la crise souveraine en zone euro**

La crise de la dette publique en zone euro s'explique schématiquement par la conjonction de trois facteurs : des défauts de conception de l'union monétaire, un mauvais pilotage de la part des États membres et les circonstances particulières de la crise financière mondiale.

#### *Des défauts de conception*

La première cause de la crise se trouve dans le traité lui-même, aujourd'hui appelé traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE), qui fonde la politique monétaire unique et précise les droits et devoirs des États membres mais souffre d'une incomplétude :

---

\* Agnès Bénassy-Quéré est directrice du CEPII.

– la Banque centrale européenne est indépendante des gouvernements. Cette indépendance est marquée en particulier par l'interdiction qui lui est faite de monétiser les dettes publiques, c'est-à-dire d'acquiescer directement auprès des Trésors publics (sur le marché dit primaire, c'est-à-dire à l'émission) des titres de dette, ou bien d'accepter que les comptes de ces mêmes Trésors auprès de l'Eurosystème ne soient débiteurs (TFUE, art. 123.1);

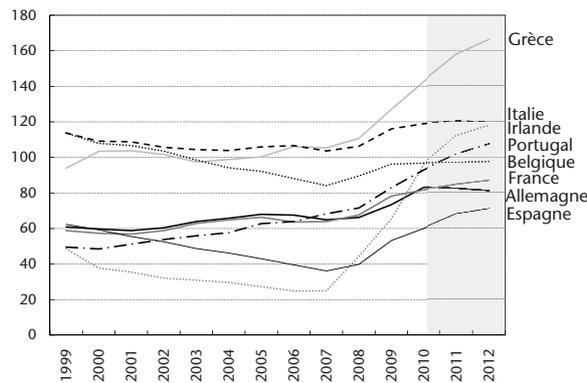
– la solidarité des États membres est encadrée par la clause dite de « non-renflouement », selon laquelle ni l'Union ni les États membres ne se considèrent coresponsables (vis-à-vis des créanciers) des engagements de l'un des leurs (TFUE, art. 125.1);

– un État qui se trouve dans l'incapacité de se financer auprès de ses contribuables (par les prélèvements obligatoires) et des marchés (par l'émission de titres de dette publique) doit se mettre en défaut de paiement : il se déclare officiellement dans l'impossibilité d'honorer le remboursement du principal et/ou des intérêts de sa dette. De nombreux pays en développement ont connu cette situation dans les années 1980. Cependant, le traité n'envisage pas cette éventualité. La question d'un défaut souverain est en principe écartée par l'article 126.1 selon lequel « les États membres évitent les déficits publics excessifs ».

La crise de la dette souveraine en zone euro traduit avant tout l'échec de cet article 126 qui établit le principe de la discipline budgétaire et en détaille la surveillance par la Commission européenne et le Conseil. Cet échec vient de l'indiscipline des États membres au niveau individuel (irrespect du pacte de stabilité) et collectif (absence de sanctions), mais aussi d'une conception restrictive de la discipline. En particulier, la surveillance budgétaire néglige au départ les engagements hors bilan des États membres, et notamment la nécessité de voler au secours des banques de taille « systémique » en cas de difficulté de ces dernières. Le meilleur exemple est celui de l'Irlande, pays respectant à la lettre le pacte de stabilité et de croissance durant la première décennie de la monnaie unique, avec un solde budgétaire moyen de + 1,6 % du PIB sur la période 1999-2007 et une dette de seulement 25 % du PIB à la veille de la crise, fin 2007. À cette même date, cependant, l'endettement brut du secteur financier totalisait plus de quatre fois le PIB irlandais. L'Irlande représentant 1,8 % du PIB de la zone euro, cet endettement aurait dû rester parfaitement gérable dans un cadre fédéral (seulement 7 % du PIB de la zone euro). Cependant, et c'est là la seconde erreur de conception majeure de l'unification

monétaire, la surveillance des banques et la résolution d'éventuelles crises bancaires sont restées, après l'unification monétaire, du ressort des États membres. Afin de ne pas nuire à leurs « champions nationaux », ces derniers ont eu tendance à fermer les yeux devant les prises de risque excessives du secteur financier, dans un environnement intellectuel favorable au développement des innovations financières (dont on attendait qu'elles réduisent les coûts de financement en accroissant la liquidité des marchés) et en permettant une meilleure diversification des risques pour les prêteurs. Au moment de la crise financière, ces banques « trop grandes pour faire faillite » se sont aussi révélées, dans un certain nombre de cas notamment en Irlande, « trop grandes pour être sauvées » : leurs difficultés financières ont alors fait brutalement basculer les finances publiques irlandaises, la dette brute ayant bondi de 25 % du PIB fin 2007 à 96 % fin 2010 (graphique 1).

Graphique 1. Endettement public brut : la crise redistribue les cartes (en % du PIB)

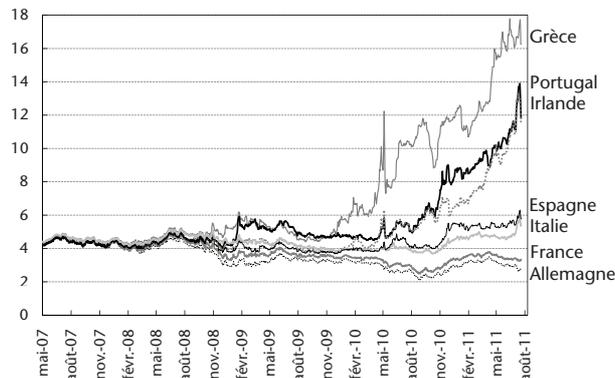


Source : Commission européenne, base AMECO, prévisions printemps 2011.

Le traité néglige aussi les conséquences de l'intégration financière sur la crédibilité des clauses de non-monétisation et de non-renflouement du traité : à partir du moment où les titres de dette publique sont détenus en grande partie hors des frontières de l'État qui les émet, le défaut d'un État fait courir le risque d'une crise bancaire à la Lehman Brothers : faillite des banques les plus exposées (et les moins capitalisées) déclenchant un risque de contrepartie

susceptible de se propager à l'ensemble du secteur bancaire, gel du marché interbancaire, crise autoréalisatrice sur d'autres États emprunteurs, etc. De même que les grandes banques sont perçues comme « trop grandes pour faire faillite », les États de la zone euro ont été considérés par les marchés comme trop présents dans les bilans bancaires européens pour que la clause de « non-renflouement » soit jamais effective. En témoignent les faibles écarts de taux d'intérêt entre les États membres avant la crise: la dette grecque était perçue comme presque aussi sûre que la dette allemande (graphique 2).

Graphique 2. Taux d'intérêt des emprunts publics à dix ans (en %)



Note: dernier point: 22 juillet 2011.

Source: Datastream.

À leur tour, les faibles taux d'intérêt encourus par certains États déjà très endettés, comme la Grèce et l'Italie, ont contribué à endormir la vigilance des marchés, le rythme d'accumulation de la dette étant directement lié à l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance (encadré 1).

#### Encadré 1. Comment s'accumule la dette publique ?

Le montant de la dette publique à la fin d'une année donnée  $t$ ,  $B_t$ , est égal, comptablement, à la somme de cette même dette un an plus tôt,  $B_{t-1}$ , des intérêts payés sur cette dette,  $iB_{t-1}$  (où  $i$  désigne le taux d'intérêt nominal), et du déficit primaire (c'est-à-dire hors intérêts de la dette),  $D_t$ :

$$B_t = B_{t-1} + iB_{t-1} + D_t$$

En notant  $b_t$  le taux d'endettement à la fin de l'année  $t$  ( $b_t = B_t / PIB_t$ ),  $d_t$  le ratio de déficit primaire l'année  $t$  ( $d_t = D_t / PIB_t$ ) et  $\gamma_t$  le taux de croissance en valeur de l'économie ( $\gamma_t = PIB_t / PIB_{t-1} - 1$ ), l'équation d'accumulation de la dette se réécrit :

$$b_t = \frac{1+i_t}{1+\gamma_t} b_{t-1} + d_t \approx (1+i_t-\gamma_t) b_{t-1} + d_t$$

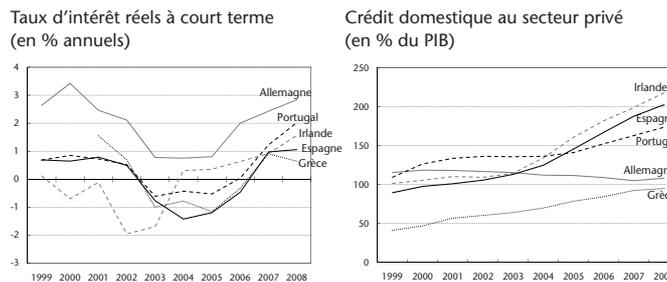
L'augmentation du ratio d'endettement dépend du déficit primaire, du taux d'endettement à la période précédente et de l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance. Tant que le taux d'intérêt est inférieur au taux de croissance, le ratio d'endettement peut demeurer stable même avec un déficit primaire. À l'inverse, si le taux d'intérêt dépasse le taux de croissance, il faut un excédent primaire pour maintenir constant le taux d'endettement.

#### Des erreurs de (co)pilotage

Les défauts de conception de l'unification monétaire mentionnés ci-dessus n'auraient pas eu les conséquences désastreuses que l'on sait si les États membres avaient pris toute la mesure du changement de régime impliqué par la monnaie unique. En particulier, avec la convergence des taux d'intérêt à la fois à court terme (du fait de la politique monétaire unique) et à long terme (voir *supra*), les écarts d'inflation entre les États membres se sont directement transcrits en différences de taux d'intérêt réels (taux d'intérêt nominal – taux d'inflation), les pays les plus inflationnistes bénéficiant de taux d'intérêt réels faibles, voire négatifs. Or, en l'absence de choc inflationniste exogène de type choc pétrolier, une inflation forte dans un pays révèle un excès de demande. Cet excès de demande est exacerbé par un taux d'intérêt réel faible, *a fortiori* par un taux réel négatif, qui encourage l'endettement, la consommation et l'investissement. Cette force centrifuge avait bien été identifiée avant le lancement de la zone euro. La BCE ne pouvant différencier ses taux de refinancement selon les États membres, c'est par la régulation du crédit au niveau national, la fiscalité de l'immobilier et la politique budgétaire que les États membres auraient pu en atténuer les effets. Tel n'a pas été le cas. Le graphique 3 met en regard le taux d'intérêt réel et le taux de croissance du crédit dans différents pays de la zone euro entre 1999 et 2008. Trois pays ont connu une forte croissance du crédit au cours de la période : l'Espagne, l'Irlande et le Portugal. Ces trois pays ont également connu des taux d'intérêt réels à court terme négatifs ou faibles au cours de cette période.

Ces dérapages du crédit n'ont pas été combattus par les gouvernements nationaux et ils étaient hors champ du pacte de stabilité.

Graphique 3. Taux d'intérêt réels et crédit au secteur privé dans la zone euro, 1999-2008



Sources: Commission européenne (AMECO) et Banque mondiale (GDF).

Les gouvernements espagnol, grec et portugais étaient heureux de présenter à leurs électeurs d'excellents bilans économiques avec croissance, baisse du chômage et hausse du pouvoir d'achat. Leurs partenaires européens auraient, eux, pu s'inquiéter des pertes de compétitivité cumulées, déficits extérieurs et excès d'endettement privé. Le traité les y invitait par son article 121: « Les États membres considèrent leurs politiques économiques comme une question d'intérêt commun et les coordonnent au sein du Conseil. » Cette coordination n'a pas été sérieusement mise en œuvre, peut-être parce que le Conseil a fonctionné comme un « club » de gouvernements excessivement polis, voire déférents les uns avec les autres [Monti, 2011]. Affaibli par le manque de discipline budgétaire des grands pays eux-mêmes, le Conseil n'a jamais adressé de recommandation à un État membre dont les politiques économiques n'étaient pas conformes à l'intérêt de l'Union, si l'on excepte la tentative avortée à l'égard de l'Irlande [Bénassy-Quéré et Cœuré, 2010].

Au total, la crise est la conséquence à la fois d'erreurs de conception et d'une mauvaise utilisation des outils existants.

#### *Les circonstances particulières de la crise mondiale*

La crise de la zone euro s'inscrit aussi comme un enchaînement logique de la crise mondiale, laquelle a affecté les finances publiques de deux manières différentes:

- les États ont recapitalisé les banques en difficulté. Dans certains cas (Irlande, notamment), ils ont garanti une partie parfois importante des dettes bancaires;

– surtout, la récession a mécaniquement accru les déficits (moindres rentrées fiscales, hausse des dépenses sociales) et fait bondir les ratios de dette publique.

La dégradation des finances publiques a initialement été ralentie par le niveau très bas des taux d'intérêt et par l'action déterminée des banques centrales comme prêteurs en dernier ressort auprès du système bancaire (ce qui a limité les besoins de recapitalisation au moins à court terme). Dès l'automne 2008, toutefois, plusieurs pays européens, d'abord l'Islande, puis la Hongrie et la Lettonie, connaissent de graves difficultés budgétaires. Un an plus tard, c'est le tour de Dubaï. Mohamed El-Erian, économiste en chef de Pimco (qui intervient massivement sur les marchés obligataires) déclare : « Dubaï pourrait bien être le début d'une série de problèmes, voire de crises de dettes souveraines » (*New York Times*, 30 novembre 2009).

### **La gestion de la crise**

#### *Les premiers tâtonnements*

Le déclenchement de la crise de la dette souveraine en zone euro est lié à la révision massive des statistiques de déficit public en Grèce au cours de l'automne 2009, suite à l'accession au pouvoir du gouvernement Papandreou. D'une prévision initiale de 6 % du PIB, le déficit pour 2009 est porté à 12,7 % en novembre 2009 (le chiffre définitif atteindra 15,4 %).

Ces nouveaux chiffres déclenchent à la fois une réaction de la Commission européenne, au titre de la procédure pour déficit excessif, et des dégradations successives de la notation de la Grèce par les trois agences de notation – Fitch, Moody's et Standard & Poors. Il s'ensuit une hausse des taux d'intérêt exigés par les marchés pour prêter à la Grèce (voir graphique 2) et un renchérissement des couvertures contre le risque de défaut (*Credit Default Swaps* – CDS).

Rapidement, le gouvernement grec annonce une série de mesures budgétaires visant à ramener le déficit sous la barre des 3 % du PIB en 2013 (annonce de décembre 2009), puis dès 2012 (annonce de janvier 2010) : hausse de la fiscalité (y compris une meilleure efficacité de la collecte des prélèvements), baisse des dépenses publiques (notamment militaires), gel des recrutements de fonctionnaires, relèvement de l'âge légal de départ à la retraite, privatisations. Les

États de la zone euro espèrent alors que ces mesures seront à même de rassurer les créanciers de la Grèce sur sa capacité à honorer ses échéances et de faire baisser les taux d'intérêt.

Pourtant, le contexte n'est manifestement pas favorable à une amélioration rapide des finances publiques: la Grèce n'a ni la structure industrielle ni une compétitivité suffisante pour bénéficier du retour de la croissance dans les pays émergents, et sa participation à la monnaie unique exclut une relance monétaire et une dépréciation de son taux de change. Sans moteur de croissance, l'ajustement budgétaire ne peut qu'aggraver la récession. Dès lors, les marchés doutent de la possibilité de réduire le déficit public de quasiment 10 points de PIB en trois ans et donc de la capacité du gouvernement grec à honorer ses dettes. À la crainte d'un défaut souverain s'ajoute celle d'une sortie de la Grèce de la zone euro et d'une crise financière massive dans ce pays, toutes ses dettes étant libellées en euros. Enfin, le cas grec a réveillé les marchés sur le risque de défaut souverain dans d'autres pays européens. Il en résulte une hausse des taux d'intérêt dans plusieurs pays, avec le risque de crise autoréalisatrice. C'est à cette époque qu'apparaît l'acronyme infamant de PIGS (Portugal, Ireland, Greece, Spain – *pigs* signifiant « cochons » en anglais).

La confusion des marchés est renforcée par une communication pour le moins hésitante des gouvernements sur la réalité de la clause de non-renflouement et la gravité de la situation. Ils affirment qu'un défaut souverain n'est ni envisagé ni envisageable assurent la Grèce de leur solidarité; mais l'Allemagne insiste pour que l'Europe ne devienne pas une « union de transferts ». Ils affirment que la Grèce est un cas tout à fait particulier; mais simultanément laissent entendre que la zone euro tout entière est en danger. Les raisons de cette cacophonie sont essentiellement politiques et institutionnelles. En particulier, le gouvernement Merkel doit naviguer entre une opinion publique hostile à tout renflouement du « Club Med » et une cour constitutionnelle garante de la clause de « non-renflouement ». La chancelière allemande doit alors à la fois dramatiser la situation (la zone euro est en danger) et minimiser les promesses d'aide à la Grèce, un cocktail que son gouvernement tentera ensuite de rendre compatible en exigeant une participation du secteur privé aux pertes – annonce qui achèvera de paniquer les marchés.

Face à une dégradation continue de la note attribuée à la signature grecque et à la hausse des taux d'intérêt, un accord est trouvé

le 2 mai 2010 entre les membres de l'UE, le FMI et le gouvernement grec pour des prêts à la Grèce d'un montant de 110 milliards d'euros sur trois ans (80 milliards avancés par les partenaires européens sous forme de prêts bilatéraux et 30 milliards prêtés par le FMI). En contrepartie, le gouvernement s'engage à lancer un plan d'économies supplémentaires (baisses de salaires de 10 % dans la fonction publique, réduction de certaines retraites...) et à mener une série de réformes structurelles destinées à améliorer les perspectives de croissance. Le déficit budgétaire doit être ramené à 8 % en 2010, pour passer sous la barre des 3 % en 2013. Une « troïka » formée du FMI, de la Commission européenne et de la BCE, assure la surveillance du respect des conditionnalités.

Simultanément, la BCE annonce qu'en dépit de sa mauvaise notation, la dette publique grecque continuera d'être acceptée comme collatéral lors des opérations de refinancement. Cette décision est très importante car elle permet aux banques grecques, qui détiennent beaucoup de dette publique à leur bilan, de continuer d'avoir accès à la liquidité. Elle marque une entorse à l'orthodoxie monétaire qui veut que la banque centrale ne crée de la monnaie qu'en contrepartie d'actifs liquides et sûrs.

#### *Les nouveaux instruments*

La Grèce n'est pas le seul pays dont les finances publiques sont dégradées. En 2009, le déficit public dépasse 10 % du PIB dans trois autres pays : l'Irlande, l'Espagne et le Portugal. Les taux auxquels les créanciers prêtent à ces pays augmentent fortement eux aussi. En complément du plan pour la Grèce, les ministres des Finances de la zone euro et le FMI s'accordent durant le week-end des 8 et 9 mai 2010 sur une enveloppe totale de 750 milliards d'euros destinés à venir au secours d'un éventuel pays en difficulté. Cette somme repose sur trois piliers :

- 250 milliards d'euros, soit un tiers de la somme totale, viendront du FMI ;

- 60 milliards d'euros viendront du Mécanisme européen de stabilisation financière. Ce deuxième pilier s'appuie sur l'article 122.2 du TFUE : « Lorsqu'un État membre connaît des difficultés ou une menace sérieuse de graves difficultés, en raison de catastrophes naturelles ou d'événements exceptionnels échappant à son contrôle, le Conseil, sur proposition de la Commission, peut accorder, sous certaines conditions, une assistance

financière de l'Union à l'État membre concerné [...]. » Le prêt est alors réalisé par l'Union européenne, dont les emprunts sur les marchés sont gagés sur le budget européen ;

– 440 milliards d'euros viendront d'un fonds créé pour l'occasion et pour une durée de trois ans, appelé Fonds européen de stabilisation financière (FESF).

Le fonds sera alimenté au fur et à mesure des besoins par des emprunts garantis par les États membres de la zone euro. Pour assurer la meilleure signature possible, chaque État garantit 120 % de sa part (pour la France, la part est de 20 %, pour l'Allemagne, elle est de 27 %) afin de compenser la fragilité de certaines garanties (tous les États membres, même les États vulnérables, participent au dispositif) et une partie des sommes empruntées est mise en réserve (tableau I).

**Tableau I. Bilan maximum FESF**  
(en milliards d'euros, version mai 2010\*)

Actif	Passif
Prêts max : 255	Emprunts garantis : 440
Réserves : 185	
<b>Total : 440</b>	<b>Total : 440</b>

\* Capacité de prêt portée à 440 milliards d'euros en mars 2011, voir *infra*.

Il est entendu que les aides financières seront accordées sur demande de la part des pays concernés, et sous conditionnalités strictes. Le taux d'intérêt des prêts sera équivalent aux taux pratiqués par le FMI.

De son côté, le 10 mai 2010, la BCE annonce un programme d'achats de dettes publiques sur le marché secondaire. Il s'agit d'une nouvelle entorse à l'orthodoxie monétaire. La BCE ne viole pas la lettre du traité, puisqu'elle ne fait pas crédit directement aux gouvernements (elle ne participe pas aux adjudications d'obligations et n'accorde pas de découverts). Cependant, elle en viole l'esprit, puisque *de facto* la BCE contribue bien au financement des États et non pas seulement à la liquidité des banques. De plus, elle accroît les risques sur son bilan (encadré 2).

Cette décision de la BCE est importante à deux titres. D'abord, elle permet aux investisseurs institutionnels qui ne peuvent, en raison de leurs règles de gestion, conserver à leur bilan des titres mal notés,

---

**Encadré 2. Opérations de refinancement *versus* programme d'achats de titres par la BCE**

Ordinairement, la BCE prend en pension des titres de dette publique à l'occasion d'opérations de refinancement, c'est-à-dire de prêts à court terme aux banques commerciales contre un collatéral. Pendant la durée de la prise en pension, le titre et le risque de crédit afférents demeurent la propriété de la banque: le titre ne sert de garantie qu'au cas où la banque ne pourrait rembourser la BCE. À l'issue de la période de refinancement, le titre est rétrocédé contre remboursement de la liquidité prêtée.

Lorsque la BCE acquiert des titres publics pour son propre compte, les actifs demeurent à son bilan soit jusqu'à leur maturité, soit jusqu'à ce que le marché reprenne suffisamment de vigueur pour que ces actifs puissent être cédés sans perte. Ainsi, la BCE prend à son compte le risque de défaut, alors même que ses fonds propres sont limités. Propriété des États-membres, la BCE ne peut faire faillite. Mais la nécessité d'être éventuellement renflouée est susceptible d'affaiblir son indépendance.

de se délester auprès de l'Eurosystème: de prêteur en dernier ressort, la BCE devient acheteur en dernier ressort. Ensuite, la BCE est une institution fédérale indépendante qui peut agir le jour même où elle effectue son annonce. Tel n'est pas le cas des gouvernements à qui il faudra encore plusieurs semaines pour mettre au point le FESF. À court terme, c'est donc plus la BCE que l'annonce du dispositif d'aide qui calme les marchés.

Cependant ces décisions ne parviennent pas à rassurer durablement. En novembre 2010, l'Irlande se voit obligée de demander officiellement le soutien financier conjoint de l'UE et du FMI. Elle est suivie du Portugal au printemps 2011. Au départ, le FESF ne fait que prêter contre conditionnalités. À partir de mars 2011, les capacités d'action du FESF sont étendues: il peut intervenir sur le marché primaire de la dette (pas encore sur le marché secondaire), toujours dans le cadre d'un programme d'ajustement. En outre, ses ressources sont accrues pour étendre la capacité de prêt à effectivement 440 milliards au lieu de 255 selon le schéma initial (voir tableau I).

À partir de 2013, il est prévu de remplacer le FESF par un Mécanisme européen de stabilité (MES), inscrit dans le traité et autorisant une éventuelle restructuration de la dette souveraine (encadré 3). D'une certaine façon, la création du MES revient à reconnaître qu'un défaut sur la dette souveraine d'un pays est possible, mais le comportement du MES en cas d'insolvabilité n'est pas complètement clarifié, aucun mécanisme n'étant prévu à ce stade pour endiguer le risque de contagion.

### Encadré 3. Le Mécanisme européen de stabilité

Le Conseil européen des 24 et 25 mars 2011 a décidé d'ajouter un paragraphe à l'article 136 du TFUE :

« Les États membres dont la monnaie est l'euro peuvent instituer un mécanisme de stabilité qui sera activé si cela est indispensable pour préserver la stabilité de la zone euro dans son ensemble. L'octroi, au titre du mécanisme, de toute assistance financière nécessaire, sera subordonné à une stricte conditionnalité. »

La compatibilité de ce paragraphe avec la règle de non-renflouement (et avec la constitution allemande) est assurée par le fait que l'assistance financière sera accordée uniquement pour « préserver la stabilité de la zone euro dans son ensemble » (non pour aider un État en particulier). Les États membres sont invités à ratifier cette modification « mineure » du traité (n'impliquant pas de référendum) avant la fin de l'année 2012, pour permettre la mise en service du futur Mécanisme européen de stabilité (MES) au 1<sup>er</sup> juillet 2013.

Comme le FESF, le MES aura pour mission de fournir, sous conditions, une assistance financière (sous la forme de prêts et, éventuellement, d'interventions sur le marché primaire) aux États membres de la zone euro « qui connaissent ou risquent de connaître de graves problèmes de financement ». Contrairement au FESF, toutefois, le MES sera capitalisé, ce qui lui permettra de prêter davantage tout en conservant la signature AAA sur ses emprunts (tableau). Surtout, en cas de défaut, il est prévu un partage des pertes avec le secteur privé selon une procédure en deux temps visant à séparer les cas d'illiquidité (difficulté temporaire à lever des fonds sur les marchés pour faire face aux engagements) des cas d'insolvabilité (incapacité durable à servir la dette publique), le MES n'intervenant en principe que dans le premier cas. En outre, les nouveaux titres de dette émis à partir de juillet 2013 comporteront des clauses d'action collective (CAC) afin de faciliter un accord avec les créanciers en cas de défaut, comme c'est le cas déjà pour les obligations des pays émergents.

Tableau II. Bilan MES  
(en milliards d'euros, version mars 2011)

Actif	Passif
Prêts max : 500	Capital : 80
Réserves : 200	Emprunts garantis : 620
<b>Total : 700</b>	<b>Total : 700</b>

La capacité de prêt sera revue régulièrement. Les décisions relatives à la capacité de prêt, à l'octroi d'une assistance financière et à ses modalités seront prises par les ministres des Finances (hors celui de l'État concerné par un prêt) à l'unanimité. Le taux d'intérêt des prêts sera fondé sur le coût de financement du MES, auquel s'appliquera une marge minimale de 2 points de pourcentage (davantage pour les prêts à plus de trois ans). En juillet 2011, alors que la crise connaît une nouvelle poussée, les modalités du MES sont revues, en cohérence avec les nouvelles missions du FESF (voir *infra*).

*Insuffisances et réforme des dispositifs de sauvetage*

Les dispositifs élaborés en urgence au cours du fameux week-end des 8 et 9 mai 2010 font l'hypothèse que la crise rencontrée est une crise de liquidité, non de solvabilité : en accordant des prêts à des taux relativement élevés, les partenaires européens et le FESF jouent le rôle de prêteurs en dernier ressort, pour aider certains pays à faire face à leurs échéances de court terme tout en sanctionnant leur discipline. Ils n'ont pas l'intention de se substituer aux contribuables des pays concernés pour redresser les comptes publics et n'expriment aucun doute sur la capacité des gouvernements à réaliser les ajustements. De même, la BCE accepte de prendre temporairement à son actif des actifs troublés, avec la ferme intention de les revendre dès que possible, si ce n'est sur le marché, du moins à une structure de défaisance indépendante de l'Eurosystème. La solvabilité à moyen terme des pays troublés doit être assurée par une combinaison de programmes d'ajustement budgétaire et de réformes structurelles. Avant même les ajustements achevés, les marchés reprendront confiance et prendront le relais des dispositifs de soutien européens.

Au printemps 2011, il apparaît néanmoins de plus en plus clairement que ce pari est risqué. La Grèce a notamment raté de 2,5 points de PIB son objectif de déficit pour 2010 (10,5 % du PIB au lieu des 8 % prévus), en partie à cause d'une baisse du PIB de 4,5 % en 2010 (après 2 % en 2009), en partie aussi en raison de résultats décevants en matière de réduction des dépenses, de collecte des impôts et de privatisations. Un supplément d'aide va lui être nécessaire pour faire face à ses échéances, un retour rapide sur le marché étant très improbable.

Plus fondamentalement, il ressort désormais que, compte tenu de la baisse du PIB combinée à un taux d'intérêt relativement élevé sur la dette, la Grèce ne parviendra sans doute pas à stabiliser son ratio de dette publique, encore moins à le ramener à 60 % du PIB dans un délai de quelques années, sur la base des seuls programmes d'ajustement [Darvas, Pisani-Ferry et Sapir, 2011]. Aider la Grèce à faire face à ses échéances à court terme et allonger les périodes de remboursement ne font que repousser le problème véritable qui est celui d'un allègement de la dette.

Il y a schématiquement deux manières d'alléger la dette d'un État. Le défaut et la restructuration. Le défaut souverain est la situation dans laquelle un État ne peut ou ne veut pas rembourser

tout ou (le plus souvent) partie de ses emprunts. Il peut s'agir du principal (le montant emprunté) ou des intérêts. Dans le cas d'une restructuration, la dette sera remboursée mais selon des modalités différentes. On combine alors un ou plusieurs éléments parmi les suivants : allongement de la maturité, baisse du taux d'intérêt, décote, mécanisme de garantie par adossement de la nouvelle dette à un actif sûr, comme ce fut le cas en Amérique latine avec le plan Brady de la fin des années 1980. La restructuration peut se faire de manière coercitive. Ou alors, les investisseurs se voient proposer de choisir entre soit le remboursement des emprunts avec pénalité, soit un nouveau contrat de dette portant une échéance plus longue, un taux d'intérêt plus faible et éventuellement une garantie. Si la pénalité appliquée aux investisseurs désirant récupérer leur mise est suffisante, la dette s'en trouve réduite, ce qui permet d'offrir aux autres un contrat de dette relativement attrayant et ainsi de boucler le financement.

La restructuration de la dette permet de s'attaquer à la fois à la crise de liquidité et à la crise de solvabilité : l'allongement des maturités réduit les sommes à décaisser dans le court terme et donne donc du temps au pays pour réaliser son ajustement budgétaire ; la baisse du taux d'intérêt et les décotes éventuelles améliorent les perspectives de solvabilité. En crédibilisant l'ajustement budgétaire, la restructuration doit en principe améliorer la capacité du pays à se refinancer à relativement brève échéance. Cependant, un véritable allègement de la dette signifie que les investisseurs subissent des pertes substantielles (soit par la décote appliquée sur leurs titres, soit par la baisse du taux d'intérêt et l'allongement simultané de la maturité). Pour les agences de notation, cela revient *de facto* à un « défaut » temporaire de l'État concerné, ce qui a quatre conséquences immédiates :

- la banque centrale n'accepte pas les actifs en défaut comme collatéral pour le refinancement des banques, ce qui peut déclencher une crise de liquidité ;
- des pertes doivent être enregistrées dans les institutions possédant les titres en défaut. Les assureurs et fonds de pension peuvent, dans une certaine mesure, répercuter les pertes sur leurs clients. Ce n'est pas le cas des banques (y compris la banque centrale), lesquelles risquent de manquer de fonds propres pour absorber les pertes. Il faut alors recapitaliser par appel au marché (domestique ou étranger) ou nationaliser et, dans le cas de la BCE, demander aux États membres d'apporter du capital supplémentaire ;

– si elle pense que l'échange de titres proposé aux investisseurs n'est pas réellement « volontaire », l'association internationale des *swaps* et produits dérivés (ISDA, qui réunit les grandes banques américaines et européennes) peut déclarer un « événement de crédit », ce qui déclenche l'exercice des CDS sur l'emprunteur souverain concerné : les banques vendeuses de protection doivent indemniser les institutions acquéreuses de protection, avec le risque de ne pas être en mesure d'honorer leurs engagements ;

– d'autres emprunteurs souverains risquent de subir à leur tour des attaques spéculatives, comme cela a été observé à la fin des années 1990 dans les pays émergents.

L'enjeu dès lors est : 1) de trouver des sources de refinancement à court terme pour les banques ; 2) de s'assurer que les banques sont suffisamment capitalisées pour absorber les pertes et 3) de contenir le risque de contagion à d'autres pays.

Le 21 juillet 2011, au terme d'intenses tractations entre partenaires européens aux exigences initialement incompatibles, les chefs d'État et de gouvernement de la zone euro conviennent d'un second plan d'aide à la Grèce avec participation du secteur privé et mise en place d'un dispositif anticontagion (encadré 4). Le communiqué se garde bien de détailler les modalités de l'implication du secteur privé, notant juste la « volonté [du secteur financier] de soutenir la Grèce sur une base volontaire à partir d'un menu d'options ». Si le détail est laissé à la profession, les modifications substantielles des conditions de crédit envisagées (correspondant à une baisse d'environ 20 % de la valeur actuelle nette des encours) déclencheront vraisemblablement une mise en « défaut partiel » des obligations grecques par les agences de notation. La véritable avancée du 21 juillet est alors la mise en place de plusieurs dispositifs de lutte contre la contagion (voir l'encadré). Parallèlement, un *modus vivendi* a été trouvé entre les États membres et la BCE pour assurer la continuité du refinancement des banques (particulièrement en Grèce) en dépit de la nouvelle dégradation des titres.

Cet accord marque une inflexion très nette par rapport à quatre principes énoncés par les États membres au début de la crise :

– « pas d'union de transferts » : en abaissant le taux d'intérêt des prêts à la Grèce au niveau du coût de refinancement, les États membres ne couvrent plus le risque de non-remboursement. Il y a donc bien transfert ;

– « pas d'aide sans conditionnalités » : le FESF peut désormais intervenir sur les marchés secondaires y compris (après feu vert

#### Encadré 4. Les décisions du 21 juillet 2011 relatives à la résolution de la crise d'endettement

L'annonce du 21 juillet 2011 porte sur cinq aspects clés de la résolution de la crise :

1. Un deuxième plan d'aide à la Grèce d'un montant total évalué à 109 millions d'euros (ce qui double l'aide apportée en mai 2010). La maturité des prêts sera allongée et le taux d'intérêt sera proche du coût de financement du FESF (soit environ 3,5 % au moment de l'annonce). Les prêts correspondant au premier plan de soutien seront également allongés et leurs taux seront réduits. Le programme sera cofinancé par le FESF et le FMI mais le secteur privé sera également impliqué.

2. Pour respecter le caractère « volontaire » de la participation du secteur privé, le Conseil ne se prononce pas sur ses modalités qui restent encore à préciser. Cependant, l'Institute for International Finance, puissante association internationale des institutions financières, publie simultanément une « offre » par laquelle les investisseurs se verraient proposer un menu d'instruments conduisant, *via* des taux d'intérêt plus faibles, un allongement de la maturité moyenne et des décotes, à une baisse de l'ordre de 20 % de la valeur actuelle nette du stock d'obligations helléniques, soit 54 milliards d'euros sur les trois premières années et un total de 135 milliards d'euros sur dix ans. Pour échapper aux conséquences comptables du dispositif à court terme, les banques ont la possibilité de simplement renouveler leurs positions sans décote ni garantie.

3. L'Irlande et le Portugal bénéficient également d'un allongement de la durée des prêts européens et d'une baisse des taux d'intérêt appliqués.

4. Pour lutter contre les effets de contagion, le champ d'action du FESF est largement étendu. Il peut désormais, lorsque la BCE juge que la situation des marchés est exceptionnelle, intervenir sur le marché secondaire des obligations souveraines, y compris celles de pays qui ne sont pas sous plan d'ajustement. Il peut aussi prêter à des États pour recapitaliser des institutions financières fragiles. Il peut, enfin, mettre en place des lignes de crédit préventives en faveur de pays susceptibles d'être touchés par une contagion.

5. Le principe d'un « plan Marshall », fondé sur une combinaison de fonds structurels et de prêts de la Banque européenne d'investissement, est approuvé afin d'accroître le potentiel de croissance en Grèce.

donné par la BCE) pour les États qui ne sont pas sous plan d'ajustement ;

– « pas de défaut » : le défaut partiel est désormais envisagé à travers la participation du secteur privé à la résolution de la crise ;

– « pas d'euro-obligations » : une modalité possible de l'implication du secteur privé est l'échange de titres grecs contre des titres garantis soit par un collatéral AAA (proposition de l'association internationale des institutions financières, l'IIF), soit par les Européens eux-mêmes (cas d'un échange contre des obligations FESF). Dans tous les cas, le fait même que le FESF puisse désormais racheter des obligations troublées sur le marché secondaire tout

en se finançant par émission d'obligations constitue *de facto* un pas vers la mise en commun des émissions obligataires.

Outre la nécessaire clarification de la participation du secteur privé, deux questions restent en suspens :

- la capacité du FESF à faire face à ses nouvelles attributions à ressources inchangées par rapport à la décision de mars 2011 ;
- la solvabilité de l'État grec après un plan qui ne réduit peut-être pas assez le montant total de sa dette et reste flou sur les perspectives de croissance.

Le premier point n'est sans doute pas le plus sérieux, même s'il sera toujours difficile d'obtenir l'unanimité du Conseil, voire de faire voter un apport en capital par les parlements nationaux. À court terme, environ 300 milliards d'euros sont encore mobilisables dans le cadre du FESF, sur les 440 milliards. Le second l'est beaucoup plus. Si la perspective d'investissements européens en Grèce est bienvenue, la nécessité de procéder à de profondes réformes structurelles et à des baisses de coûts se heurte à une administration peu efficace et à l'absence de consensus social. Une autre question centrale est celle du rythme de croissance de la demande dans les autres économies de la zone euro (notamment en Allemagne), seule manière pour la Grèce de compenser une demande intérieure durablement en berne.

En outre, les marchés anticipent que des mesures comparables devront être prises en faveur de l'Irlande et du Portugal, voire de l'Italie et de l'Espagne, ce qui maintient les taux d'intérêt à un niveau élevé, non soutenable, pour ces pays.

### **La réforme de la gouvernance**

Si les Européens ont été longs et hésitants à mettre en place les instruments de gestion de crise, un consensus a rapidement émergé sur les origines de cette crise (voir *supra*). Sur la base de propositions formulées à l'automne 2010 par une commission *ad hoc* présidée par Herman Van Rompuy (reprenant elle-même des propositions de la Commission européenne), le Conseil de mars 2011 a adopté un ensemble de mesures visant à renforcer le pacte de stabilité, à accélérer l'application éventuelle de sanctions, à améliorer la qualité des institutions et des processus budgétaires nationaux (en particulier l'information statistique et la prévision), à élargir le champ de la surveillance (tout « déséquilibre excessif », repéré à partir d'un tableau de bord à définir, pouvant donner

lieu à des sanctions) et, enfin, à renforcer la coordination sur la base du « semestre européen » – première partie de l'année civile consacrée à une discussion au niveau européen des projets nationaux de finances publiques et de réformes (encadré 5). Les propositions de législation ont ensuite été soumises au Parlement européen. Parallèlement, les membres de la zone euro, rejoints par six pays hors zone, ont adopté un « pacte euro-plus » pour renforcer encore la coordination de leurs politiques de croissance et de finances publiques. Si le semestre européen et le « pacte euro-plus » ont pu démarrer dès le premier semestre 2011, un accord n'avait pas encore été trouvé à l'été 2011 sur les autres sujets de gouvernance économique entre le Conseil et le Parlement, l'idée de sanctions décidées à la majorité inversée ne faisant en particulier pas consensus.

Cette réforme de la gouvernance va clairement dans le sens d'une coordination et d'une surveillance plus étroites des politiques économiques. Elle entérine le fait que la participation à la zone euro représente non seulement une perte d'autonomie monétaire, mais aussi une perte d'autonomie sur d'autres éléments de la politique économique. Les externalités de politique économique, qu'on croyait limitées, se révèlent massives en temps de crise et il n'est donc plus possible de laisser un État membre mener sa politique économique sans une étroite surveillance.

On peut néanmoins s'interroger sur la suraccumulation de dispositifs se recoupant partiellement : Europe 2020, pacte euro-plus, semestre européen, pacte de stabilité, sans parler du Conseil européen du risque systémique, de création récente. Dans le détail, on peut s'interroger sur la crédibilité de certaines règles (comme celle imposant à chaque pays en excès de dette publique de réduire l'excès d'endettement d'un vingtième par an, chiffre très ambitieux lorsque la dette dépasse 100 % du PIB). On peut aussi s'inquiéter de la suraccumulation de règles européennes qui risquent de vider de leur substance les débats nationaux. Si la cause première de la crise est bien l'irresponsabilité des gouvernements, ne faudrait-il pas chercher à les responsabiliser en incitant au renforcement des cadres budgétaires nationaux (règles constitutionnelles, comités indépendants de politique budgétaire, indépendance de la statistique publique) plutôt qu'à les encadrer par des règles européennes dont certaines risquent d'être rapidement transgressées ?

### Encadré 5. Les nouveaux dispositifs de gouvernance économique

Le nouveau dispositif de gouvernance envisagé repose sur quatre piliers.

1. Un **renforcement du pacte de stabilité** reposant sur :

– une règle explicite non seulement pour le déficit public, mais aussi pour la dette (réduction de l'excès d'endettement d'un vingtième au minimum chaque année, soit 2 points de PIB par an pour une dette de 100 % du PIB au lieu du maximum autorisé de 60 %) et sur les dépenses (une croissance des dépenses inférieure à la croissance de moyen terme du PIB) ;

– une accélération des sanctions en cas de non-conformité (dépôt non rémunéré de 0,2 % du PIB dès le début de la procédure pour déficit excessif, sanctions décidées à la « majorité inversée ») ;

– l'obligation pour les États membres de mettre en place une planification budgétaire pluriannuelle.

2. Un **élargissement de la surveillance** hors du cadre strictement budgétaire, à l'aide d'une procédure pour déséquilibre macroéconomique excessif fondée sur un tableau de bord, avec sanctions possibles de 0,1 % du PIB.

3. Un **semestre européen** : discussion au niveau européen (Commission, Conseil, Parlement) des projets de budget et de réformes des États membres, avant leur vote par les parlements nationaux, au cours du premier trimestre de chaque année.

4. Un « **pacte euro-plus** », qui renforce les engagements et la surveillance des États participants (ceux de la zone euro auxquels s'ajoutent la Bulgarie, le Danemark, la Lettonie, la Lituanie, la Pologne et la Roumanie) en matière de réformes, autour de quatre axes : compétitivité, emploi, finances publiques, stabilité financière.

### Conclusion : l'héritage de la crise

La longueur de la crise en zone euro révèle un affrontement entre trois conceptions très différentes de la gouvernance :

– la conception libérale selon laquelle chaque État est responsable de ses propres dérives et chaque investisseur est responsable de ses propres choix d'allocation. C'est la conception allemande (mais aussi finlandaise et néerlandaise) selon laquelle il faut éviter que la zone euro ne se transforme en une « union de transferts » et faire participer le secteur privé à la résolution des crises. Selon cette approche, il faut rester ferme sur ces principes. Alors, les marchés différencieront durablement les risques au sein de la zone tandis que les gouvernements se sentiront plus responsables. En cas de crise, il faut laisser le FMI, un professionnel extérieur à la zone, gérer l'ajustement de manière impartiale ;

– la conception fédéraliste et/ou centralisatrice selon laquelle on ne peut pas avoir une monnaie commune sans une coordination étroite des politiques économiques avec, le cas échéant, une dose de fédéralisme. Ce point de vue a été exprimé avec force par

Jean-Claude Trichet lors de son discours de réception du prix Charlemagne, à Aix-la-Chapelle le 2 juin 2011. Parmi les pistes évoquées par le président de la BCE pour « la gouvernance d'après-demain », figure la nomination d'un ministre des Finances de la zone euro et la possibilité, pour l'Eurogroupe, d'opposer son *veto* à une décision de politique économique nationale. Le fédéralisme peut se concevoir sous la forme d'un impôt européen venant alimenter un mécanisme de stabilisation européen (par exemple une indemnisation du chômage) et/ou sous la forme d'une mise en commun d'une partie de la dette publique de chaque État membre, cette partie étant émise par une agence européenne, le reste devant être géré au niveau de chaque État membre [Delpla et von Weizsäcker, 2011]. Les tenants de cette vision fédérale font remarquer que la situation agrégée des finances publiques est bien moins mauvaise en zone euro aujourd'hui (déficit budgétaire d'à peine plus de 4 % du PIB prévu pour 2011) qu'aux États-Unis (déficit de 10 %). Si la zone euro était une fédération, nul doute qu'elle aurait facilement absorbé les problèmes de la Grèce et de l'Irlande;

– l'approche financière selon laquelle – le principal obstacle à la résolution de la crise souveraine étant l'imbrication des secteurs financiers, et sa non prise en compte par les institutions adéquates au niveau européen – il faut renforcer la surveillance des banques et intervenir à l'actif et/ou au passif des institutions (avec décotes) en transformant le FESF en une sorte de *bad bank* [par exemple, Gros et Mayer, 2011a, 2011b]. Libérés du risque de crise systémique, les partenaires européens pourraient envisager plus sereinement l'éventualité d'un défaut.

Les États membres semblent avoir pris un peu de chacune de ces trois conceptions sans vraiment faire un choix définitif : ils ont mis en place des plans d'ajustement sévères et prévoient désormais un partage des pertes avec le secteur privé ; ils organisent le sauvetage des États membres en difficulté et le transfert des titres de dette publique du secteur privé vers le secteur public ; ils renforcent la coordination des politiques par les règles sans toutefois modifier les institutions ni s'orienter ouvertement vers des euro-obligations ; enfin, ils renforcent la surveillance des banques sans toutefois résoudre le problème des banques à la fois trop grandes pour faire faillite et trop grandes pour être sauvées par leurs États.

Ces longues hésitations entre différents modèles ont un coût. Selon de nombreux analystes [par exemple De la Dehesa, 2011],

la propagation de la crise à l'Irlande et au Portugal est liée aux annonces des partenaires européens en matière d'implication du secteur privé après juin 2013 et aux hésitations quant au statut senior ou non des prêts accordés par le futur MES. Ces hésitations sont propres à un processus politique peu intégré au niveau européen, dans un environnement marqué par la montée des populismes. Elles sont aussi liées au retour de la méthode intergouvernementale (par opposition à la méthode communautaire), suite en particulier à l'affaiblissement de la Commission européenne. Le contraste avec la BCE, agence indépendante pouvant agir à la vitesse des marchés, est spectaculaire.

À l'été 2011, des économistes de renom (Nouriel Roubini, Hans-Werner Sinn) appelaient à une sortie de la Grèce de la zone euro, arguant que cela permettrait de restaurer la croissance par une dévaluation, tandis que la hausse de la charge de la dette (qui resterait libellée en euros) serait annulée par un défaut massif et que la prise d'indépendance de la Banque nationale de Grèce par rapport à la BCE permettrait d'assurer la continuité du refinancement des banques commerciales du pays. Les risques associés à un tel scénario sont énormes pour la Grèce : crise bancaire causée par une fuite des déposants, arrêt temporaire des financements y compris pour payer les fonctionnaires du pays (écoles, hôpitaux), hausse des taux d'intérêt pour l'État grec, mais aussi pour les entreprises et les ménages, sortie, à terme, de l'Union européenne (l'euro faisant partie de l'« acquis communautaire »). Les risques pour le reste de la zone euro sont peut-être encore plus importants, même s'ils sont difficiles à anticiper : pertes immédiates liées au défaut grec, mais surtout risque de contagion à d'autres États membres et réintroduction du risque de change au sein de la zone euro.

S'il est impossible, au jour où nous achevons la rédaction de ce chapitre, d'avoir une vision claire sur l'issue finale de la crise, il est certain que celle-ci marquera durablement la zone, si ce n'est par un éclatement du moins par une remise en cause complète de son architecture.

### Repères bibliographiques

---

- DARVAS Z. [2011], « Debt restructuring in the Euro area: a necessary but manageable evil? », *Bruegel Policy Contribution*, n° 2011/07, juin.
- DARVAS Z., PISANI-FERRY J. et SAPIR A. [2011], « A comprehensive approach to the euro-area debt crisis », *Bruegel Policy Brief*, n° 2011/02, février.
- DE LA DEHESA G. [2011], « Eurozone design and management failures », *Vox*, 18 mai.
- DELPLA J. et VON WEIZSÄCKER J. [2011], « The blue bond concept and its implications », *Bruegel Policy Contribution*, n° 2011/02, mars.
- GARZARELLI F.U. [2011], « The Greek conundrum », *European Views*, Goldman Sachs Global Economics, Commodities and Strategy Research, 9 mai.
- GROS D. et MAYER T. [2011a], « Debt reduction without default? », *CEPS Policy Brief*, n° 233, février.
- GROS D. et MAYER T. [2011b], « Debt reduction without (a messy) default », *CEPS Commentary*, 23 juin.
- MONTI M. [2011], « The real problem is excessive deference », *Financial Times*, 21 juin.
- TRICHET J.-C. [2011], « Construire l'Europe, bâtir ses institutions », discours prononcé à l'occasion de la remise du prix Charlemagne, Aix-la-Chapelle, 2 juin.
- VAN ROMPUY H. [2011], « Strengthening economic governance in the EU », *Report of the Task Force to the European Council*, 21 octobre.