

Question d'Europe
n°278
13 mai 2013

Les mots de la crise

Sébastien Richard

Résumé :

Le caractère protéiforme de la crise économique et financière qui frappe la zone euro depuis plus de trois ans et les nombreuses réponses institutionnelles que l'Union européenne a tenté de lui apporter ont fait émerger un champ lexical spécifique. Le présent glossaire tente de définir simplement les concepts issus de la théorie économique, les notions clés en matière budgétaire, les termes empruntés aux marchés financiers, les enjeux pour chaque État bénéficiant d'une aide financière ou les mesures mises en œuvre au plan national ou européen. L'ambition affichée est de donner un sens précis et clair aux « mots de la crise » afin de mieux appréhender celle-ci. Il s'adresse à un public le plus large possible.

- ALÉA MORAL

Le philosophe Adam Smith a défini l'aléa moral au XVII^e siècle comme « *la maximisation de l'intérêt individuel sans prise en compte des conséquences défavorables de la décision sur l'utilité collective* ».

Dans le secteur assurantiel, le concept d'aléa moral désigne la capacité pour un assuré à prendre plus de risques dès lors qu'il n'a pas à assumer, du fait de l'assurance qu'il a souscrite, l'intégralité des conséquences négatives de ses actes.

Appliqué à la crise économique et financière que traverse la zone euro, ce concept vient souligner les prises de risques financières opérées par certaines banques, assurées d'une intervention de l'État où elles sont étayées, en cas de menace de faillite.

- ANTICIPATIONS AUTO-RÉALISATRICES

Selon l'économiste britannique John Maynard Keynes, face au ralentissement de l'activité, les acteurs économiques anticipent de façon pessimiste l'avenir en gelant leurs investissements ou leur consommation. Un tel comportement aboutit *in fine* à une contraction encore plus sévère de l'activité.

Le même raisonnement peut s'appliquer dans le cadre de la crise de la dette souveraine que traverse la zone euro. Face à la montée des taux d'intérêts des titres d'un État et à son incapacité à honorer à terme ses engagements, les investisseurs ou les agences de notations estiment que d'autres pays, présentant des difficultés pour partie similaires, devraient se retrouver

dans la même situation. L'achat de titres de ces États est alors considéré comme risqué, ce qui contribue à faire croître les taux d'intérêts et donc à augmenter le coût de l'emprunt. Les pays concernés se retrouvent ainsi dans l'incapacité de se refinancer sur les marchés.

- BULLE IMMOBILIÈRE

Une bulle économique ou spéculative se caractérise par un écart conséquent entre le prix d'échange d'un bien et sa valeur intrinsèque. Dans le cadre d'une bulle immobilière, cette différence d'appréciation est permise par un contexte macroéconomique propice à l'investissement dans ce secteur (atonie des rendements boursiers et grande quantité de liquidités disponibles) et une faiblesse des taux d'intérêts. Ce qui favorise à la fois l'endettement et des achats à un prix dépassant la valeur réelle du marché. Les acheteurs et investisseurs anticipent, par ailleurs, une hausse constante des prix. La bulle se dégonfle ou éclate lorsque l'offre s'avère inférieure à la demande ou si les acheteurs se voient dans l'impossibilité de rembourser leurs emprunts, au risque de grever le bilan des établissements financiers qui leur ont fait crédit. Les prix des biens peuvent alors s'effondrer. L'éclatement de la bulle immobilière est un des éléments déterminants des crises chypriote, espagnole et irlandaise.

- CONTAGION

L'effet de contagion suppose que la crise économique

et financière dans un État peut déboucher sur des difficultés de même type au sein d'un autre État. Plusieurs facteurs favorisent cette contagion : les liens politiques et économiques entre les deux pays ou la similitude de leurs situations financières. Un pays très endetté qui se trouve dans l'incapacité de se refinancer peut ainsi laisser penser qu'un autre État très endetté lui aussi se trouvera à court ou moyen terme dans la même position. La méfiance des marchés va alors conduire à une augmentation des taux d'intérêts de ses emprunts et le confronter à une impasse financière.

Malgré la spécificité de chacune des situations économiques et financières des États membres, la crise de la zone euro est marquée par cet effet de contagion. L'aide accordée à la Grèce en 2010 n'a ainsi pas empêché un durcissement des conditions d'accès aux marchés financiers de l'Irlande, du Portugal, de l'Espagne et de l'Italie. Ces difficultés à se refinancer ont même conduit Dublin et Lisbonne à recourir à l'aide de l'Union européenne.

- CONTRATS DE COMPÉTITIVITÉ ET DE CROISSANCE

Dans le cadre de l'amélioration nécessaire de la coordination des politiques économiques au sein de l'Union européenne, le Conseil européen des 13 et 14 décembre 2012 a retenu le principe de « contrats de compétitivité et de croissance », que les États membres de l'UE pourraient conclure avec les institutions européennes dans la perspective de renforcer leur compétitivité. L'Union européenne pourrait ainsi subventionner la mise en œuvre de réformes structurelles au sein des États membres. Un fonds doté de 10 à 20 milliards € serait ainsi dédié au financement de ces contrats.

Les présidents du Conseil européen et de la Commission européenne ont été chargés de présenter en juin 2013 une feuille de route précisant les modalités de ces contrats et de leur financement.

- CREDIT DEFAULT SWAP (CDS)

Les *Credit default swap* (CDS) permettent d'assurer contre le risque de défaut de remboursement d'un

emprunt émis par un État ou une entreprise. Contrairement à un contrat d'assurance classique, il s'agit d'un instrument financier, classé dans la catégorie des produits dérivés et négocié de gré à gré. Il est ainsi possible d'acquérir un CDS sans nécessairement posséder le titre de dette correspondant. Le premier CDS a été mis en place en 1995 par la banque américaine *JP. Morgan*. La cotation des CDS permet d'évaluer le risque de défaut de paiement d'un État ou d'une entreprise.

Le déclenchement des CDS, c'est-à-dire le versement de la prime, peut intervenir lorsque l'entreprise ou l'État est en défaut de paiement, lorsqu'il déclare un moratoire sur sa dette ou lorsqu'il procède à une restructuration de sa dette, à la condition que cette restructuration contraigne légalement tous les porteurs de l'obligation. Il appartient à l'*International swaps and derivatives association - ISDA* (Association réunissant les acteurs du marché des CDS) de déterminer si l'émetteur de titres de dette est placé en situation de défaut.

L'Union européenne a interdit depuis novembre 2012, l'achat de CDS souverains à nu, c'est-à-dire à des fins uniquement spéculatives. Il est désormais interdit aux investisseurs d'acquérir des CDS portant sur des titres de dettes souveraines lorsqu'ils ne détiennent pas les obligations correspondantes.

- CRISE CHYPRIOTE

La crise chypriote relève plutôt de la conjugaison de plusieurs facteurs propres à son modèle économique. Depuis la partition de l'île en 1974, la croissance économique locale est en effet principalement tirée par deux activités : les services financiers et le tourisme. Une fiscalité avantageuse, des taux de rémunération favorables et une tradition en matière de conseil héritée de la colonisation britannique ont attiré de nombreux fonds *offshore* mais aussi des capitaux russes, favorisant dans le même temps le développement des banques locales, sans rapport avec le potentiel économique réel du pays. Ce surdimensionnement du secteur bancaire a eu pour conséquence un investissement massif dans le secteur de l'immobilier touristique, au risque de créer une bulle, mais aussi une stratégie

hasardeuse de placement chez le voisin grec. A cette absence de prudence des banques chypriotes s'ajoute la faiblesse de compétitivité de l'économie locale et le poids important de la dépense publique.

La décote des titres de dette grecque détenus par les créanciers privés s'est traduite par des pertes pour les banques chypriotes équivalant à 25 % du PIB en février 2012, conduisant les autorités à investir massivement dans le secteur financier pour le recapitaliser. Alors même que le contexte économique était marqué par l'éclatement de la bulle immobilière.

Face à l'impossibilité pour Chypre de se refinancer sur les marchés, l'Union européenne et le FMI ont annoncé l'octroi d'une aide de 10 milliards € le 25 mars 2013. A cette somme s'ajoute une participation des déposants dans le cadre d'une vaste restructuration du secteur bancaire : les dépôts supérieurs à 100 000 € au sein des deux premières banques du pays se voient ainsi imposer un prélèvement supérieur à 30 %.

- CRISE ESPAGNOLE

Les avantages liés à l'adhésion à l'Union européenne puis à la zone euro ont permis à l'Espagne de moderniser de façon conséquente ses infrastructures et de hisser son économie au cinquième rang européen. L'endettement de tous les secteurs a contribué à stimuler sa croissance sans pour autant qu'il n'opère de réformes destinées à consolider sa compétitivité ou à renforcer sa position de « bon élève » de la classe européenne. La faiblesse des taux d'intérêts a cependant conduit à une augmentation exponentielle de l'investissement dans le secteur, sans rapport avec la demande effective de logement. L'achat d'un logement est, dès lors, conçu comme un placement extrêmement rentable, via des crédits hypothécaires de très longue durée (35 à 50 ans) à taux variable. La crise financière mondiale est venue, comme en Irlande, invalider cette stratégie, ouvrant une crise de solvabilité au sein du secteur bancaire local, qui se caractérise notamment par un réseau important de caisses d'épargne régionales. L'investissement massif de l'Etat espagnol dans la recapitalisation des banques a fragilisé sa situation financière, déjà affaiblie par une crise économique de première ampleur, révélant une compétitivité insuffi-

sante. L'Union européenne et le FMI ont accordé une aide de 100 milliards € à l'Espagne en juin 2012. Ce prêt est uniquement destiné à la restructuration du secteur bancaire local. La question d'une deuxième enveloppe devant servir à répondre aux problèmes de refinancement de la dette rencontrés par les autorités espagnoles reste entière.

- CRISE GRECQUE

La crise économique et financière mondiale est venue révéler l'absence de compétitivité de l'économie grecque, l'incapacité des autorités à mener des réformes structurelles et leur addiction à la dépense publique. La faiblesse des taux d'intérêts induite par l'entrée dans la zone euro avait permis d'éviter jusqu'alors les problèmes de refinancement de la dette locale, supérieure à 100 % du PIB. Le retournement de la conjoncture mondiale a contribué à creuser le déficit public et suscité une méfiance croissante des marchés financiers. Le pays présente alors les caractéristiques d'une crise de solvabilité. Cette situation a conduit l'Union européenne et le FMI à octroyer une aide financière de 110 milliards € en 2010, la première du genre. Ce prêt était conditionné à la mise en place de réformes structurelles destinées à garantir la soutenabilité de la dette publique. La crainte d'un effet de contagion a conduit l'Union européenne à mettre en place un Fonds dédié : le Fonds européen de stabilité financière (FESF).

La dégradation continue de la situation économique et les difficultés des autorités à mener à bien un programme combinant modernisation et rigueur n'ont pas permis de desserrer l'étreinte financière. Un deuxième plan d'aide a donc été arrêté en février 2012, associant nouvelle aide financière internationale (130 milliards €) et participation des créanciers privés (décote ou rééchelonnement des titres qu'ils possèdent). Les prêts internationaux ont vu leur maturité allongée en octobre 2012 en même temps qu'un programme de rachat de titres décotés était mis en place. En dépit de ces mesures, la dette publique grecque représente encore près de 190 % du PIB local.

- CRISE IRLANDAISE

La crise irlandaise tient principalement à l'éclatement de la bulle immobilière locale. Cette frénésie immobilière était liée à de nombreuses raisons. Membre de la zone euro, l'Irlande a bénéficié de la faiblesse des taux d'intérêts, inférieure aux taux d'inflation. L'accession à la propriété a représenté, par ailleurs, un idéal pour une population venant de rompre avec des décennies de pauvreté. Avec le retournement de la conjoncture, les établissements bancaires locaux qui avaient investi massivement dans ce secteur ont rencontré des difficultés majeures, l'Etat étant conduit à les recapitaliser et à les nationaliser dans le même temps, au risque de grever sa dette publique. L'Irlande s'est alors retrouvée confrontée à une crise de liquidités, dans un contexte économique morose.

Dublin a obtenu en novembre 2010 une aide financière de l'Union européenne, du FMI, de la Suède et du Royaume-Uni de 85 milliards €. Le pays a depuis renoué avec la croissance, principalement tirée par les exportations. Le respect par l'Irlande de son programme d'ajustement devrait se traduire à terme par un retour complet sur les marchés financiers d'ici à la fin 2013.

- CRISE PORTUGAISE

Les difficultés rencontrées par le Portugal pour refinancer sa dette tiennent à la fragilité intrinsèque de son modèle économique, que l'adoption de l'euro est venue exacerber. Depuis l'adoption de la monnaie unique, la croissance moyenne du PIB portugais est la plus faible de la zone euro. À la différence de la crise irlandaise, voire espagnole, aux origines bancaires bien définies et donc pour partie conjoncturelle, la crise portugaise est de nature structurelle. Elle pose notamment la question de la reconversion de son modèle économique. Le Portugal est, en effet, confronté depuis plus de dix ans à une croissance atone.

L'intégration dans la zone euro n'a pas été non plus sans incidence. Poussé à surévaluer l'escudo lors du passage à l'euro, le Portugal s'est retrouvé confronté à un problème de compétitivité-prix. L'industrie textile en a notamment pâti. L'adoption de la monnaie unique

demandait une réelle reconversion de l'économie portugaise, un bond compétitif fondé sur la qualité et pas seulement sur la politique des prix. La convergence nominale – soit la convergence des indicateurs d'inflation, de taux d'intérêt ou de fluctuation de taux de change des pays souhaitant adhérer à l'euro – induite par l'adoption de la monnaie unique n'a pas été suivie d'une convergence réelle comme l'entendaient les promoteurs de l'euro. Pire, la convergence nominale a permis au pays de bénéficier de la faiblesse des taux d'intérêts. L'absence de difficultés rencontrées sur le marché de la dette a entretenu l'idée d'un accès aisé à l'argent, repoussant toute idée d'ajustement de la politique économique portugaise à la réalité des marchés. Le Portugal bénéficie depuis mai 2011 d'une assistance financière de l'Union européenne et du FMI de 78 milliards €.

- CRISE DE LIQUIDITÉ

Une crise de liquidité induit pour un État une impossibilité de s'endetter alors qu'il est capable de rembourser ses dettes, les investisseurs refusant cependant de lui prêter davantage. Elle diffère de la crise de solvabilité au terme de laquelle un État est dans l'incapacité de rembourser ses dettes.

Une crise de liquidité doit déboucher pour un État sur un prêt d'une institution internationale faute de quoi elle peut se transformer en crise de solvabilité, l'État vendant ainsi à prix faible ses actifs pour assurer le service de la dette. La crise irlandaise est typiquement une crise de liquidités. Les difficultés italiennes pourraient elles aussi déboucher sur une crise de ce type. En revanche, dans le cas d'une crise de solvabilité, il semble inutile de prêter davantage à un État qui se trouve dans l'incapacité de rembourser ses dettes. Il est alors nécessaire de restructurer la dette publique et de mettre en place des politiques visant à restaurer sa solvabilité. Le cas grec s'apparente à une crise de solvabilité.

- DÉFAUT SOUVERAIN

La situation de défaut souverain caractérise un État dans l'incapacité de rembourser intégralement sa

dette. Le défaut souverain implique l'impossibilité pour un État de retourner sur les marchés financiers pour se financer. Un État placé en défaut de paiement, à l'image de l'Argentine en 2001, doit équilibrer son budget et présenter en permanence une balance commerciale excédentaire, puisqu'il ne peut emprunter pour financer ses déficits ou ses importations. La menace d'un défaut souverain de la Grèce a conduit l'Union européenne à mettre en œuvre une restructuration de la dette publique grecque en 2012, imposant des pertes à ses créanciers.

- DETTE PUBLIQUE

La dette publique correspond à l'ensemble des emprunts contactés par l'État, les collectivités locales et les organismes de sécurité sociale. Aux termes du pacte de stabilité et de croissance (PSC), adopté en 1997, la dette publique de chacun des États membres de l'Union européenne ne peut dépasser 60 % de leur PIB.

- EUROBILLS

Le projet d'eurobills s'inscrit dans le cadre des propositions du président du Conseil européen, Herman van Rompuy, en vue de renforcer l'Union économique et monétaire, présentées en octobre 2012.

La zone euro serait ainsi dotée d'une capacité d'emprunt et pourrait ainsi émettre des titres de dette souveraine à court terme : les *eurobills*, destinés à satisfaire les besoins de financement de courte durée des États membres de la zone euro. Ceux-ci assureraient une garantie conjointe et solidaire pour ces titres. L'émission est conditionnée au respect par les États concernés des règles de surveillance budgétaire contenues dans le *two pack*.

Le volume des *eurobills* émis pour chaque État ne devrait pas dépasser 10 % de leur PIB. Pour les besoins de financement à long terme, les États continueraient à lever des fonds sur les marchés de manière autonome.

Aucune suite n'a, pour l'instant, été donnée à ce projet, faute d'unanimité au sein du Conseil européen.

- EURO-OBLIGATIONS

Le terme euro-obligations (*eurobonds*) renvoie à un projet d'émission de titres de dettes communs à l'ensemble des États membres de la zone euro. Ces titres se substitueraient aux obligations émises par chaque État et permettraient ainsi une mutualisation de la dette de la zone euro. Une telle mise en commun doit permettre d'aboutir à une baisse des taux d'intérêts pour les États rencontrant des difficultés économiques et financières. Le projet suscite néanmoins un certain

- DÉFICIT EXTÉRIEUR

Le déficit extérieur correspond à un solde négatif de la balance commerciale d'un État. Celle-ci exprime la différence entre la valeur monétaire des exportations de biens et services d'un pays et la valeur monétaire de ses importations de biens et services. Une balance commerciale négative ou déficit extérieur signifie qu'un pays importe plus qu'il n'exporte.

- DÉFICIT PRIMAIRE

Le solde primaire reflète la situation budgétaire d'un État avant le paiement du service de la dette. Un État peut ainsi connaître un excédent primaire tout en étant en situation de déficit budgétaire, du fait de son endettement. C'est actuellement le cas de l'Italie. Le déficit primaire équivaut à un solde primaire négatif. Le solde primaire détermine, en tout état de cause, la situation budgétaire réelle d'un État à un moment précis, en écartant les conséquences du financement par l'emprunt des déficits des exercices précédents.

- DÉFICIT PUBLIC

Le déficit public désigne le solde annuel négatif entre recettes et dépenses de l'État, des collectivités locales et des organismes de sécurité sociale. Aux termes du pacte de stabilité et de croissance (PSC), adopté en 1997, le déficit public de chacun des États membres de l'Union européenne ne peut dépasser 3 % de leur PIB.

nombre de réserves : augmentation des taux d'intérêts pour certains Etats et risque d'aléa moral : les Etats membres qui bénéficient d'une baisse des taux d'intérêts ne seraient plus enclins à mener les réformes structurelles attendus. Il suppose également que la zone euro soit dotée d'une réelle capacité budgétaire, lui permettant d'emprunter.

- EUROGROUPE

L'Eurogroupe est la réunion informelle des ministres des finances des États membres de l'Union économique et monétaire (17 à ce jour), auxquels sont associés le président de la Banque centrale européenne et le vice-président de la Commission européenne en charge des affaires économiques et monétaires. Les réunions de l'Eurogroupe se tiennent une fois par mois, à la veille du Conseil des ministres de l'économie et des finances de l'Union européenne (Ecofin). Elles traitent des questions relatives à l'évolution économique de la zone euro, au budget des États qui en font partie et au taux de change.

Instance *ad hoc*, son rôle a été reconnu par le protocole n°14 annexé au traité de Lisbonne, sans toutefois que son caractère informel ne soit remis en cause. Il était dirigé jusqu'au 1er janvier 2005 par le ministre des finances de l'État assurant la présidence de l'Union européenne. Le président de l'Eurogroupe est, depuis cette date, élu au sein du collège des ministres pour un mandat de deux ans et demi.

- FONDS EUROPÉEN DE STABILITÉ FINANCIÈRE

Créé le 9 mai 2010, à l'occasion d'un sommet exceptionnel des chefs d'État et de gouvernement de la zone à euro à Bruxelles, le Fonds européen de stabilité financière (FESF) est un fonds commun de créances non permanent, destiné à apporter une assistance financière aux États de la zone euro confrontés à un risque de défaut de paiement. L'octroi de ces financements s'accompagne de fortes conditionnalités. Le terme du mandat du FESF a été fixé au 30 juin 2013. Non doté en capital, le FESF se finance sur les marchés. Il peut

ainsi contracter des emprunts avec la garantie des 17 États membres de la zone euro. Il est activé à l'unanimité des États participants. Il a été initialement doté de 440 milliards € de garanties, montant porté à 500 milliards € en mars 2011. Ses missions ont été progressivement élargies. A l'octroi d'une aide financière à un Etat rencontrant des difficultés ont été ajoutés la faculté d'ouvrir une ligne de crédits à titre préventif, la possibilité de racheter des obligations sur le marché secondaire et le droit de participer à la recapitalisation des établissements bancaires, via des prêts aux gouvernements. Le FESF est intervenu en Irlande en décembre 2010, au Portugal en mai 2011 et dans le cadre du deuxième plan d'aide à la Grèce en février 2012. Le Mécanisme européen de stabilité (MES), fonds permanent doté en capital, lancé en octobre 2012 et qui a prendra définitivement le relais du FESF au terme de son mandat, reprend l'essentiel des ses missions.

- FONDO DE REESTRUCTURACIÓN ORDENADA BANCARIA (FROB)

Le *Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria* (FROB) ou Fonds de restructuration bancaire a été créé par le gouvernement espagnol en juin 2009 afin de faire face aux conséquences pour les établissements financiers de l'éclatement de la bulle immobilière. En cas de difficultés, les banques et caisses d'épargne peuvent solliciter une aide publique via le FROB. En cas d'investissement du FROB au sein d'une caisse d'épargne, celle-ci dispose de trois mois pour se transformer en banque. L'intervention du FROB auprès des banques est conditionnée à l'adoption d'un plan de restructuration de celles-ci, destiné à réduire les coûts. C'est au FROB qu'est versée directement, par tranches, l'aide européenne de 100 milliards € à destination du secteur bancaire accordée en juin 2012.

- FONDS DE RÉDEMPTION

Le Fonds de rédemption fait partie des propositions du président du Conseil européen, Herman van Rompuy, en vue de renforcer l'Union économique et monétaire, présentées en octobre 2012.

Ce fonds serait destiné à gérer la partie excessive de la dette publique des États membres de la zone euro, c'est-à-dire celle qui dépasse 60% du PIB, soit au total 2 300 milliards €.

La garantie apportée par les États notés triple A de la zone euro (Allemagne, Finlande, Luxembourg et Pays-Bas) devrait permettre à ce fonds d'emprunter sur les marchés financiers à des taux nettement inférieurs à ceux payés actuellement par les pays qui rencontrent des difficultés. Le taux pourrait avoisiner 3%. Seuls les États respectant les critères du traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance pourront accéder à ce fonds. Ils y contribueront financièrement, en remboursant les intérêts mais aussi en amortissant la dette transférée. La dette gérée par le Fonds pourrait ainsi être effacée sur une période comprise entre 20 et 25 ans.

Le Conseil européen de décembre 2012 n'a pour l'heure pas donné suite à ce projet. Dans le cadre des négociations avec le Parlement européen pour l'adoption du two pack, la Commission a annoncé la création d'un groupe d'experts chargé d'évaluer la faisabilité du fonds de rédemption. Ce groupe devra rendre ses conclusions d'ici à mars 2014.

- GARANTIE DES DÉPÔTS

Adoptée en 1994, la directive relative au système de garantie des dépôts impose à tous les établissements financiers des États membres d'adhérer à un fonds national de garantie des dépôts, destiné à indemniser les épargnants en cas de faillite. Le texte originel prévoyait un remboursement de l'ensemble des dépôts de chaque épargnant dans la limite de 20 000 €. La crise économique et financière de 2008 a conduit l'Union européenne à relever ce plafond à 50 000 € en 2009 puis à 100 000 € à compter du 1er janvier 2011.

La crise chypriote a conduit l'Union européenne et les autorités locales à mettre en œuvre un prélèvement sur les dépôts dont la valeur dépasse 100 000 €, afin de permettre la restructuration des deux principales banques du pays.

- HAIRCUT

L'Haircut consiste en une décote de la valeur des obligations détenues par un créancier dans le cadre d'une

restructuration de la dette d'un État ou d'une entreprise.

Cette technique a été utilisée dans le cadre du deuxième plan d'aide à la Grèce arrêté en février 2012. 53,5% de la valeur des créances détenues ont ainsi été effacées, soit une économie de 107 milliards €.

- INITIATIVE POUR L'EMPLOI DES JEUNES

Face à l'augmentation du chômage des moins de 25 ans de part et d'autre de l'Union européenne (13 millions de personnes), le Conseil européen a décidé le 15 mars 2013 de mettre en place une politique spécifique : l'initiative pour l'emploi des jeunes. Elle vise les jeunes sans emploi qui ne suivent ni études ni formation dans les régions de l'Union européenne qui accusaient un chômage des jeunes supérieur à 25% en 2012. 6 milliards € pour la période 2014-2020 ont ainsi été accordés à ce programme. Cette somme permettra de soutenir les propositions contenues au sein du paquet « emploi jeunes » présenté par la Commission en décembre 2012, notamment celle portant sur l'établissement d'une garantie pour la jeunesse dans chaque État membre dès 2014. Aux termes de celle-ci, tous les jeunes de moins de 25 ans devraient se voir proposer une offre de qualité portant sur un emploi, un complément de formation, un apprentissage ou un stage dans les quatre mois suivant leur sortie de l'enseignement formelle ou la perte de leur emploi.

- MARCHÉ PRIMAIRE/SECONDAIRE (D'UNE OBLIGATION)

Le marché obligataire est divisé en deux catégories : le marché primaire où sont vendus les obligations nouvellement émises et le marché secondaire où les acquéreurs de titres de dette peuvent revendre à d'autres investisseurs les bons achetés.

La vente d'obligations sur le marché primaire s'opère de trois façons :

- l'émission syndiquée qui consiste en la vente de titres à des établissements financiers réunis à cette occasion et qui s'apparente à un emprunt bancaire ;
- la transaction préachetée sans réelle négociation ;

- la vente aux enchères.

Le marché secondaire sert d'indicateur pour apprécier le taux d'intérêt des obligations d'un État et établir le spread notamment.

- MÉCANISME EUROPÉEN DE STABILITÉ

Lancé en octobre 2012, le Mécanisme européen de stabilité financière (MES) est appelé à prendre le relais, de façon permanente du Fonds européen de stabilité financière (FESF), dont le mandat doit se terminer le 30 juin 2013.

Le MES dispose d'un capital fixe de 80 milliards €. Il peut emprunter jusqu'à 500 milliards € sur les marchés financiers. À cette somme, il convient d'ajouter les 200 milliards € non encore utilisés par le FESF. La contribution des 17 États membres de la zone euro au capital du MES dépend de leur poids économique. L'Allemagne (27%), la France (20%) et l'Italie (1 %) représentent ainsi 65 % du capital.

Le MES se voit doté de quatre moyens d'interventions :

- Octroi de prêts, sous conditions, aux États qui en font la demande ;
- Achat de titres de dette d'un État membre sur les marchés primaire et secondaire. Une analyse de la Banque centrale européenne doit, au préalable, justifier une telle intervention. L'État concerné est tenu de signer au préalable un protocole d'accord avec le MES qui prévoit la mise en œuvre de réformes structurelles ;
- Assistance financière préventive sous forme d'une ligne de crédit, sur la base d'un avis de la Banque centrale européenne. L'État concerné doit en contrepartie adopter des mesures de redressement budgétaire négociées avec la Commission et la BCE ;
- Recapitalisation d'établissements bancaires par l'intermédiaire de prêts octroyés aux gouvernements des pays où ils sont établis. L'entrée en vigueur de l'Union bancaire pourrait conduire le MES à verser directement les sommes nécessaires aux établissements, ce qui aurait pour effet de ne pas grever la dette des États.

- MÉMORANDUM D'ACCORD (MOU)

Le Mémorandum d'accord (*Memory of Understanding*

– MoU) formalise l'accord entre l'Union européenne, la Banque centrale européenne et le FMI d'une part et l'État membre ayant sollicité une aide financière auprès du MES d'autre part. Négocié par la Commission européenne, il détaille les réformes à mettre en œuvre par les autorités du pays demandeur afin de pouvoir bénéficier du prêt. Celui-ci est versé par tranches, en fonction de la bonne exécution du MoU.

- NOTATION DE LA DETTE SOUVERAINE

Les agences de notation sont chargées d'évaluer, en toute indépendance, le risque de défaut de remboursement ou de faillite d'un acteur émettant des titres de dette. Elles informent ainsi les investisseurs du risque encouru s'ils prêtent à un État ou à une société. Elles notent les titres à la demande des émetteurs, qui les rémunèrent à cet effet. Trois agences se partagent le marché de la notation : *Fitch*, *Moody's* et *Standard & Poor's*.

La notation des dettes souveraines peut être réalisée sans demande spécifique de l'État concerné. Elle ne se fonde pas sur un modèle mathématique ou économétrique, qui déterminerait automatiquement une note en fonction des performances économiques ou du niveau d'endettement. Les analystes travaillant pour les agences de notation privilégient plutôt différents indicateurs et ratios économiques et financiers : PIB par habitant, inflation, exportations, existence d'un défaut souverain au cours des vingt-cinq années précédentes et indicateurs de développement économique, etc. Les caractéristiques politiques et institutionnelles des pays notés sont également prises en compte.

La grille de notation se subdivise en deux catégories : celle où le titre est considéré comme un investissement (notes allant de AAA à BBB – chez *Standard & Poor's* et *Fitch* et de Aaa à Baa3 chez *Moody's*) et celle où l'obligation présente un risque de défaut significatif (notes allant de BB + à D chez *Standard & Poor's* et *Fitch* et de Ba1 à C chez *Moody's*).

La crise de l'euro a constitué une extraordinaire opportunité pour les agences d'améliorer leur image écornée par la crise des *subprimes*. Si les États remboursent pour partie leur dette, les agences pourront tirer partie de leur notation sévère et estimer que celle-ci a eu

un effet indéniable sur l'émergence d'une réponse politique à la crise. Si, en revanche, ces pays se retrouvent en situation de défaut durable, la légitimité des agences sortira renforcée.

La crise est cependant venue renforcer un certain scepticisme à l'égard des agences de notation. Elles n'auraient pas su anticiper la dégradation de la situation financière d'un certain nombre d'États. La crise venue, elles ont tenté de rattraper leur erreur en dégradant, parfois trop tardivement, voire trop massivement. Les agences sont, de fait, considérées comme pro cycliques : elles vont dans le même sens que la conjoncture au risque d'aggraver la crise

- OBLIGATION

L'obligation est un titre de dette, qui permet à une entreprise ou à un État d'emprunter sur les marchés. L'acquéreur de cette obligation se voit accorder en contrepartie des intérêts : le coupon versé à échéance régulière (trimestre, semestre, année). Le taux de ces intérêts, fixé au moment de l'émission, dépend de la durée de l'emprunt et de la solvabilité de l'émetteur. Plus celle-ci est limitée, plus le taux d'intérêt est élevé.

- OPÉRATIONS DE REFINANCEMENT

Les opérations de refinancement de la Banque centrale européenne doivent permettre aux établissements bancaires européens de parer au risque de crise de liquidités. Le programme *Long term refinancing operation* (LTRO) leur permet ainsi d'emprunter de l'argent auprès d'elle à long terme (entre un et trois ans) et à un taux avantageux : 1%, alors que le taux du marché s'établit plutôt à 3,5% à trois ans.

Deux opérations de ce type ont été menées en décembre 2011 et en février 2012. 523 banques ont ainsi levé 489 milliards € en 2011. Début 2012, ce sont 800 banques qui ont pu lever 529 milliards €. Si le principe des LTRO ne constitue pas une nouveauté, la durée des prêts était jusqu'alors limitée à un an. Au final, les sommes levées représentent 72% du montant total des obligations des banques arrivant à échéance en 2012 et 2013.

- PARTICIPATION DU SECTEUR PRIVÉ

Les difficultés rencontrées par la Grèce pour garantir la soutenabilité de sa dette en dépit d'une première aide financière internationale accordée en 2010, ont conduit l'Union européenne à impliquer les créanciers privés au sein d'un deuxième plan d'assistance, arrêté en février 2012. Aux termes de celui-ci, les créanciers sont invités à allonger la maturité, c'est-à-dire augmenter la durée de remboursement, et à baisser le taux d'intérêts des titres qu'ils détiennent. Une décote de leurs titres leur a été demandée, conduisant à un effacement d'une partie de la dette grecque.

La participation des créanciers privés répond à l'objectif de diminuer la contribution des États membres au financement des plans d'assistance accordés au pays en difficulté, d'autant plus si les origines de la crise sont bancaires.

La Banque centrale européenne s'est ainsi montrée favorable à ce que les détenteurs de dette senior - qui doivent donc être remboursés en priorité - essuient également des pertes dans le cadre de la restructuration des banques espagnoles. Le « paquet législatif » concernant la gestion d'une faillite bancaire, présenté par la Commission européenne en juin 2012, prévoit une participation des créanciers seniors aux processus de restructurations bancaires à partir de 2018. Cette participation avait été exclue lors de la négociation du plan d'aide à l'Irlande en novembre 2011.

La crise chypriote a montré que les déposants pouvaient être également impliqués dans les mesures de restructuration bancaire, puisque les dépôts supérieurs à 100 000 € des deux premières banques du pays donnent lieu au prélèvement d'une taxe exceptionnelle destinés à favoriser la recapitalisation de ces établissements.

- PASSAGER CLANDESTIN

Le comportement de passager clandestin désigne, en économie, celui d'un acteur qui obtient et profite d'un avantage obtenu par un groupe sans s'y être investi autant que les autres membres de ce groupe ou sans s'acquitter des obligations liées à la participation à ce groupe.

Appliqué à la crise de la zone euro, ce concept vise les États qui ont bénéficié des avantages liés à l'appartenance à l'union économique et monétaire (baisse des taux d'intérêts notamment) sans mettre en œuvre les réformes structurelles ou s'imposer une discipline budgétaire destinés à garantir ces avantages.

- PROGRAMME *OUTRIGHT MONETARY TRANSACTION* (OMT) DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

Mis en place en septembre 2012, le programme *Outright monetary transaction* (OMT) de la Banque centrale européenne consiste en des achats sur le marché secondaire d'obligations d'État rencontrant des difficultés sur les marchés financiers. La maturité de ces titres varie entre 1 et 3 ans. Il n'y a pas de limite quantitative à ces achats ni de seuil pour une intervention. De nombreux indicateurs sont utilisés : le spread, soit en l'espèce l'écart entre le taux appliqué aux titres allemands et celui des obligations de l'État concerné par le rachat, le niveau des CDS souverains ainsi que les conditions de liquidité et de volatilité sur les marchés.

Ce programme succède au *Securities Market Program* (SMP) qui a permis à la BCE d'acheter 208,53 milliards de titres grecs, irlandais, portugais, espagnols et italiens entre mai 2010 et mars 2012, sans exiger de contrepartie particulière aux États concernés. L'OMT n'a pas été adopté à l'unanimité du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne. La *Bundesbank* allemande considérait que le programme OMT constitue un moyen détourné de financer les déficits publics.

Les achats de la BCE sont néanmoins conditionnés à la mise en place de réformes structurelles dans les États concernés. La BCE reprend ainsi le principe de conditionnalité adopté dans le cadre des rachats de titres par le MES. Les pays seront placés sous surveillance, un rapport trimestriel permettant à la BCE de décider de la poursuite des achats. En cas de non-respect de ses engagements, la BCE suspendra son action.

- PROMISSORY NOTES

La banque *Irish Bank Resolution Corporation* (IBRC)

a été créée en juillet 2011 afin de fusionner l'*Anglo Irish Bank* (AIB) et l'*Irish Nationwide Building Society* (INBS), toutes deux proches de la faillite après l'éclatement de la bulle immobilière irlandaise. Ces deux établissements avaient respectivement été nationalisés en 2009 et en 2010, à l'image de la plupart des banques locales.

Pour éviter un effondrement de ces deux établissements, le gouvernement leur a octroyé une aide d'urgence, d'un montant de 31 milliards €, sous la forme de billets à ordre : les *promissory notes*. Cette somme devait leur permettre de se refinancer auprès de la Banque centrale d'Irlande (CBI) et donc auprès de la Banque centrale européenne (BCE). Ces *promissory notes* constituaient en l'espèce une reconnaissance de dettes signée par l'État irlandais : d'ici à 2031, le gouvernement irlandais s'engageait à rembourser chaque année au 31 mars 3,1 milliards € à l'IRBC. Cette somme représente 2% du PIB irlandais. Les billets à ordre étaient utilisés comme « collatéraux » par l'IRBC auprès de la CBI qui, en échange, lui fournissait des liquidités d'urgence (ELA). 16 milliards € d'actifs de l'IRBC ont également été versés pour garantir les liquidités d'urgence qui s'élèvent *in fine* à 40 milliards €. 6 milliards € ont déjà été remboursés par les autorités irlandaises.

Depuis son accession au pouvoir en mars 2011, la coalition gouvernementale au pouvoir à Dublin souhaitait négocier le report du remboursement des *promissory notes*, afin d'alléger ses besoins de financement et mieux garantir son retour sur les marchés prévu fin 2013. Pour l'obtenir il convenait de parvenir à un accord avec la Banque centrale d'Irlande mais aussi, dans le cadre du système européen des banques centrales européennes, par la Banque centrale européenne. Cet accord est intervenu le 7 février dernier. Il prévoit la transformation des 25 milliards € de *promissory notes* restants en 25 milliards d'obligations d'État dont la maturité varie entre 2038 et 2053. Le taux d'intérêt de ces obligations est estimé à 3% alors que celui des billets à ordre atteignait 8%.

- PACTE DE STABILITÉ ET DE CROISSANCE

Adopté en 1997, le Pacte de stabilité et de croissance impose aux États membres de l'Union européenne le

respect de deux critères principaux : un déficit public inférieur à 3% du PIB et un endettement public en deçà de 60% du PIB. En cas de déficit excessif, une procédure d'infraction peut être lancée par la Commission européenne. Le Conseil des ministres de l'économie et des finances (Ecofin) adopte alors des recommandations à l'égard de l'État concerné. Si le dérapage est confirmé, le Conseil Ecofin peut imposer des sanctions : dépôt auprès de la BCE d'une somme pouvant aller jusqu'à 0,5% du PIB de l'État concerné ou amende d'un montant équivalent.

23 des 27 États membres se sont trouvés ou se trouvent en situation de déficit excessif depuis l'entrée en vigueur du pacte. Seuls l'Estonie, la Finlande, le Luxembourg et les Pays-Bas ont respecté le critère de 3%.

Le dispositif a, néanmoins, été jugé trop sévère par certains États dont l'Allemagne et la France. Il a, en conséquence, été réformé en 2005. Les États membres peuvent dès lors échapper à une procédure de déficit excessif s'ils se trouvent en situation de récession alors que cette dérogation n'était jusqu'alors accordée qu'aux États frappés par une crise de croissance sévère (perte supérieure ou égale à 2 points du PIB). La décision d'engager une procédure de déficit excessif n'est en outre prise qu'après examen d'un certain nombre de "facteurs pertinents" (conditions conjoncturelles, réformes en cours). Les délais d'examen sont également allongés.

Adopté fin 2011, le paquet « gouvernance » ou *six-pack* renforce la procédure de surveillance et le mécanisme de sanctions. Les pays concernés seront, notamment, désormais tenus de réduire de 5% en moyenne sur 3 ans l'écart entre leur niveau de dette exprimé en part de PIB et le seuil de 60%. Le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG) reprend certaines de ces dispositions.

- RACHAT DE DETTE

Le rachat de dette est un des instruments à la disposition de la BCE et du MES destinés à faire baisser les taux d'intérêts des pays de la zone euro traversant de graves difficultés financières.

Ces achats s'effectuent sur le marché secondaire. Le

programme *Securities market program* (SMP) a ainsi permis à la BCE d'acquérir 208,53 milliards de titres grecs, irlandais, portugais, espagnols et italiens entre mai 2010 et mars 2012. Elle a mis en place, en septembre 2012, un nouveau programme d'obligations d'État dont la maturité varie entre 1 et 3 ans (programme *Outright monetary transaction*). Ces rachats sont désormais conditionnés à la mise en œuvre de réformes structurelles dans les pays concernés.

Le MES peut également acheter des titres de dette d'un État membre sur les marchés primaire et secondaire. Une analyse de la BCE doit, au préalable, justifier une telle intervention. L'État concerné est par ailleurs tenu de signer un protocole d'accord avec le MES qui conditionne ces achats à la mise en place de réformes structurelles.

L'accord trouvé le 26 novembre 2012 entre la Grèce et ses bailleurs de fonds autorise par ailleurs Athènes à racheter la moitié des titres acquis par des créanciers privés, soit environ 31 milliards €, avec une décote de 60%.

- RESTRUCTURATION DU SECTEUR BANCAIRE

La restructuration du secteur bancaire désigne un ensemble d'opérations visant à répondre aux difficultés des établissements financiers d'un État liées à leur exposition à la dette souveraine, c'est le cas en Grèce, ou à l'explosion d'une bulle spéculative, c'est le cas à Chypre, en Espagne ou en Irlande.

L'éventail de mesures est assez large : allant du cantonnement des actifs toxiques et des créances douteuses au sein d'une entité spécialisée (*bad bank*) à la résolution (liquidation) d'un établissement, en passant par la recapitalisation, la nationalisation ou la fusion de plusieurs banques.

Depuis le début de la crise économique et financière en 2008, le montant des aides publiques à la restructuration s'élève à 1 600 milliards € au sein de l'Union européenne. La participation accrue des créanciers voire, de façon exceptionnelle, des déposants (c'est le cas à Chypre) devrait, à l'avenir, réduire cette contribution. La restructuration du secteur bancaire fait partie, en tout état de cause, des champs d'intervention du MES. Elle devrait être supervisée à compter du 1er

mars 2014 par le mécanisme européen de surveillance unique (MSU), mis en place dans le cadre de l'Union bancaire.

- RESTRUCTURATION DE LA DETTE

La restructuration de la dette doit permettre à un émetteur, un État par exemple, de juguler la crise de solvabilité à laquelle il est confronté. Elle peut prendre plusieurs formes :

- la restructuration dite dure ou « *haircut* » qui suppose une décote de la valeur des titres détenus par ses créanciers, avec ou sans leur aval. Cette solution a été retenue en février 2012 pour la Grèce ;
- la restructuration dite douce ou « reprofilage » qui lie allongement des maturités des obligations d'État grecques et baisse du niveau des taux d'intérêt. Cette solution a également été utilisée dans le cadre du deuxième plan d'aide à la Grèce arrêté en février 2012 ;
- le rééchelonnement qui suppose un allongement de la maturité des titres de dette sans baisse des taux d'intérêts.

- SEMESTRE EUROPÉEN

Introduit en 2011, le « semestre européen » consiste en une période destinée à évaluer les orientations budgétaires de chaque État membre, mais aussi la politique économique et les réformes structurelles qu'il met en œuvre afin d'améliorer la coordination des politiques économiques des 27 États membres et favoriser ainsi une convergence des performances économiques.

En janvier, la Commission européenne publie son examen annuel de la croissance, qui fixe les priorités de l'Union européenne pour stimuler la croissance et la création d'emplois au cours de l'année suivante. Ce document sert en mars aux chefs d'État et de gouvernement, réunis au sein du Conseil européen, pour adopter les lignes directrices de l'Union européenne pour les politiques économiques nationales. Les États membres présentent en avril leurs programmes de stabilité et de convergence destinés à garantir la viabilité des finances publiques mais aussi leurs programmes nationaux de réforme qui visent à contribuer à une

croissance intelligente et porteuse d'emplois, répondant ainsi à la stratégie Europe 2020. Ces programmes sont évalués en juin par la Commission européenne qui peut le cas échéant proposer des recommandations propres à chaque État. Celles-ci sont ensuite soumises à l'appréciation du Conseil européen fin juin –qui peut les adopter. Les États concernés doivent tenir compte de ses recommandations dans l'élaboration à l'automne suivant de leur budget pour l'année suivante.

- SIX-PACK

Le *six-pack* est un « paquet législatif » de cinq règlements (d'application directe) et d'une directive, adopté en décembre 2011, qui modifie les volets préventif et correctif du pacte de stabilité et de croissance, entré en vigueur en 1997.

La procédure de déficit excessif vise désormais un État dont l'endettement dépasse 6 % du PIB d'un État, quand bien même son déficit est en dessous des 3%. L'écart entre son niveau de dette et le seuil de 60% doit par ailleurs être réduit de 1/20 chaque année.

Les États membres placés en procédure de déficit excessif sont désormais tenus de se conformer aux recommandations spécifiques que leur adressera le Conseil. Des sanctions financières sont prévues pour les États membres de la zone euro. Celles-ci sont graduées allant du dépôt d'une somme équivalente à 0,2% du PIB de l'État concerné à une amende. Pour déroger à cette sanction, un État devra réunir une majorité qualifiée (principe de la majorité qualifiée inversée).

Le volet préventif du pacte de stabilité et de croissance fixe désormais pour les États membres des objectifs budgétaires spécifiques à moyen terme (OMT) visant à assurer la soutenabilité des finances publiques. Là encore un système d'amende est mis en place en cas de déviation majeure dans l'exécution budgétaire.

Le paquet introduit également une procédure de déséquilibre excessif, destiné à identifier un certain nombre de risques pesant sur l'économie d'un État membre : déficit de compétitivité, bulle spéculative, endettement privé, etc. 10 indicateurs sont retenus à cet effet. Le Conseil peut adresser des recommandations aux États concernés. Des sanctions pécuniaires sont prévues pour les États de la zone euro qui ne les appliqueraient

pas, allant du dépôt d'une somme équivalent à 0,1% du PIB à une amende.

- SOLDE STRUCTUREL

Le solde structurel d'un État correspond au solde entre recettes et dépenses de l'État, des collectivités locales et des organismes de sécurité sociale, corrigé des mesures adoptées pour faire face à la conjoncture économique : augmentation des indemnités chômage en période de crise par exemple.

Le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG) stipule que le déficit structurel ne pourra dépasser à moyen terme 0,5% du PIB dans chaque État partie.

- SOLVABILITÉ

La notion de solvabilité d'un acteur économique traduit sa capacité à régler ses dettes ou à faire face à un risque imprévu (non-remboursement d'un crédit qu'il aurait octroyé ou perte de valeur d'un de ses actifs). La solvabilité d'une entreprise ou d'une banque dépend du volume de ses fonds propres.

Trois directives sur les exigences de fonds propres dites CRD 1, 2 et 3, adoptées entre 2006 et 2010, imposent à cet égard aux établissements bancaires des ratios de fonds propres à respecter. La directive Solvabilité 2, adoptée en 2009, met en place des exigences semblables pour le secteur des assurances. Ces ratios ont été définis au préalable par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, hébergé par la Banque des règlements internationaux (BRI). Ces ratios doivent empêcher une faillite éventuelle et juguler de la sorte ses conséquences sur l'économie d'un pays. Une proposition de directive dite CRD 4 prévoit de renforcer un peu plus ces ratios. Elle est en cours de négociations.

- SOUTENABILITÉ DES FINANCES PUBLIQUES

Les finances publiques d'un État ne sont soutenables qu'à la condition qu'il dispose des capacités budgétaires de pouvoir honorer ses engagements.

La dette publique peut être considérée comme insoutenable si les taux d'intérêts de celle-ci croissent de façon significative et que son taux d'endettement progresse dans le même temps. On estime ainsi que si le taux des obligations d'État à 10 ans dépasse 7%, la dette devient progressivement insoutenable. L'augmentation des coûts de financement induit en effet la nécessité pour un État de lever de nouveaux impôts qui vont grever la croissance. Ce qui implique à terme une diminution des recettes fiscales et donc de nouvelles difficultés pour faire face aux échéances de remboursement de la dette.

La soutenabilité des finances publiques se mesure grâce à son taux d'endettement et sa capacité à dégager un excédent budgétaire primaire, c'est-à-dire avant le service des intérêts de la dette, qui empêche le taux d'endettement de progresser. Divers éléments connexes sont également utilisés pour apprécier la situation d'un État : endettement privé, part de la dette publique détenue par les résidents, poids des transferts sociaux liés à l'assurance chômage et au vieillissement de la population.

- SPREAD

Le *spread* désigne l'écart observé entre deux taux : celui d'une obligation émise sur le marché et celui d'un emprunt considéré sans risque. Le *spread* est censé déterminer la solvabilité de l'émetteur. Plus il est élevé, plus celle-ci est relative.

Dans le cadre de la crise de la dette souveraine, il permet de comparer, sur le marché secondaire, le différentiel entre le taux des obligations souveraines à 10 ans de l'Allemagne, État qui emprunte au taux le plus bas, et celui de titres d'une même durée émis par un pays en difficulté.

- TASK FORCE

La *task force* de la Commission européenne en Grèce a été lancée en juillet 2011. Elle est censée accompagner la mise en œuvre des réformes structurelles en Grèce, élaborer des projets avec les autorités locales pour bénéficier des fonds structurels dont elle peut bénéfi-

ciert et participer à la modernisation de l'administration locale, notamment fiscale. Sa présence a été renforcée en février 2012, date à laquelle elle a ouvert un bureau à Athènes.

Composée de 45 personnes auxquels sont adjoints 10 experts nationaux, elle est placée sous l'autorité du président de la Commission et travaille sous la conduite du vice-président de la Commission, chargé des affaires économiques et monétaires. Elle présente des rapports d'étape trimestriels à la Commission européenne et aux autorités grecques.

- TAXE SUR LES TRANSACTIONS FINANCIÈRES

Présenté le 28 septembre 2011, le projet de directive sur un système commun de taxe sur les transactions financières est considéré par la Commission européenne comme l'une des réponses à la crise financière de 2008 : la spéculation étant considérée comme une des raisons de ce dérèglement. Elle préconise ainsi la mise en œuvre d'une taxe au spectre assez large, puisque s'appliquant à toutes les transactions entre institutions financières (banques, *hedge funds*, Bourses, compagnies d'assurance, sociétés d'investissement), dès lors qu'une des institutions financières est établie sur le territoire de l'Union européenne (principe dit de résidence). Deux types de marchés sont concernés par le dispositif : celui des actions et obligations, au sein duquel chaque transaction serait taxée à hauteur de 0,1%, et celui des produits dérivés, fonctionnant sur du court terme et au sein duquel les bénéfices sont considérés comme plus faibles, se verrait appliquer une taxe à hauteur de 0,01%.

Faute d'accord entre les États membres sur l'opportunité de ce dispositif, 11 États membres (Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Estonie, France, Grèce, Italie, Portugal, Slovaquie et Slovénie) ont été autorisés le 22 janvier 2013 à mettre en place une coopération renforcée destinée à expérimenter ce prélèvement. Le nouveau projet de taxe présenté le 14 février 2013 intègre le principe du lieu d'émission britannique : la taxe s'appliquera aux institutions financières situées hors de l'Union européenne qui seront obligées de s'acquitter de cette taxe, si elles ont négocié des titres émis à l'origine au sein de l'Union européenne. La taxe pourrait rapporter entre 30 et 35 milliards €, contre 57 milliards € si elle était appliquée par les 27 États membres. La question de l'affectation des fonds récol-

tés n'est pas encore tranchée, l'Allemagne s'opposant au versement de cette somme au budget de l'Union européenne. Le calendrier retenu par les promoteurs de la taxe consiste en une entrée en vigueur en 2014.

- TRAITÉ SUR LA STABILITÉ, LA COORDINATION ET LA GOUVERNANCE (TSCG)

Signé par 25 États membres de l'Union européenne (sauf le Royaume-Uni et la République tchèque), le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance, ou Pacte budgétaire européen, est entré en vigueur le 1er janvier 2013, après sa ratification par 12 États membres de la zone euro. 20 pays l'ont, au 29 mars 2013, ratifié dont 13 membres de la zone euro. Il a pour principale ambition de renforcer la coordination des politiques budgétaires des États parties et d'améliorer la gouvernance de la zone euro.

La principale innovation du Traité tient à l'introduction en droit national d'une « règle d'or » budgétaire de valeur constitutionnelle, aux termes de laquelle le déficit structurel des États membres ne peut dépasser 0,5% de leur PIB. Le seuil de 0,5% ne s'impose pas immédiatement. La règle est en effet considérée comme respectée si le déficit structurel annuel correspond aux prévisions du gouvernement transmises à la Commission via le programme de stabilité quadriennal. Ce programme fixe un objectif à moyen terme (OMT), défini en termes de solde structurel. Le Traité impose désormais que cet OMT soit compris entre - 0,5 point de PIB et un excédent.

Des circonstances exceptionnelles, indépendantes de la volonté des États, peuvent également les autoriser à ne pas respecter cette règle d'or. Une grave récession sera ainsi prise en compte. Le Traité ne précise pas la nature de ces faits « inhabituels » ayant une grave incidence sur la situation financière d'un État. Le contrôle de la mise en œuvre de la règle d'équilibre budgétaire doit être assuré par un organe national indépendant, dont l'existence est déjà évoquée dans le *two pack*. L'insertion de la règle d'or dans la législation des États membres peut faire l'objet d'une vérification de la part de la Cour de justice de l'Union européenne et, en cas de défaut de transposition, d'une amende.

Le TSCG reprend également une disposition du *six pack* selon laquelle les États membres de la zone euro dont la dette publique dépasse 60% du PIB (12 États sur 17 à l'heure actuelle) doivent réduire celle-ci de 1/20e par an.

Le Traité renforce également l'application du Pacte de stabilité et de croissance, en obligeant un État à disposer de l'appui d'une majorité qualifiée pour pouvoir déroger aux règles qu'il contient.

Le Traité institutionnalise enfin la gouvernance de la zone euro, en créant des sommets de la zone euro qui se tiendront deux fois par an, en prévoyant l'élection d'un président desdits sommets et en traçant les grandes lignes d'un contrôle parlementaire de l'application du Traité, au travers d'une conférence réunissant députés européens et parlementaires nationaux.

- TROÏKA

La Troïka réunit des représentants de la Commission européenne, de la Banque centrale européenne et du FMI chargés de déterminer les besoins de financement des pays ayant sollicité une assistance financière puis de superviser les modalités de mise en œuvre de celles-ci. La troïka évalue notamment la mise en œuvre des réformes structurelles inscrites dans le mémorandum d'accord signé par les parties avant l'octroi du prêt. Son appréciation est ensuite transmise aux bailleurs de fonds qui décident, en fonction, du versement d'une tranche de l'aide.

- TWO-PACK

Le *two-pack* est un « paquet législatif » comprenant deux règlements destinés à renforcer le contrôle par l'Union européenne des budgets nationaux et renforcer la surveillance des États rencontrant des difficultés. Il vient compléter le *six-pack* et la procédure dite du « semestre européen ». Il devrait entrer en vigueur à la mi-2013.

Dans le cadre du semestre européen, les États sont, en outre, désormais tenus de transmettre en avril un plan budgétaire à moyen terme, appelé à remplacer le programme de stabilité et de convergence.

Le paquet insiste sur la nécessité pour les États membres de se doter d'un organe national indépendant chargé de vérifier le respect de l'objectif budgétaire à moyen terme, institution déjà prévue par le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance européenne.

Le paquet doit permettre à la Commission européenne d'avoir accès, dès le 15 octobre, au projet de budget de l'année suivante de chaque État membre, avant

qu'il ne soit soumis au Parlement. Elle vérifiera alors si les États respectent les recommandations adoptées dans le cadre du semestre européen, sous peine de sanction.

La Commission peut, en outre, proposer de placer sous surveillance renforcée un pays exposé à de sérieuses difficultés financières ou bénéficiant déjà d'un programme d'assistance financière de l'Union européenne. Cette décision est alors prise par le Conseil à la majorité qualifiée. Un État placé dans cette situation devra adopter, en concertation avec la Commission et la Banque centrale européenne, des mesures visant à remédier aux causes de ses difficultés, et remettre un rapport trimestriel. La Commission aura accès, en outre, aux comptes et informations du secteur bancaire.

- UNION BANCAIRE

La crise de la zone euro est pour partie liée aux difficultés rencontrées par un certain nombre d'établissements financiers en Espagne, en Irlande ou à Chypre. C'est dans ce contexte, que le Conseil européen du 28 et 29 juin 2012 a acté le principe d'un renforcement de la supervision des banques au niveau européen, dans le cadre d'une Union bancaire.

Un accord a été trouvé le 13 décembre 2012 en vue de mettre en place un mécanisme européen de surveillance unique (MSU) au 1er mars 2014. Le MSU sera composé de représentants des autorités bancaires nationales et de la Banque centrale européenne. Il supervisera environ 200 banques : celles dont les actifs dépassent 30 milliards €, celles dont le bilan représente plus de 20% du PIB de l'Etat dans lesquelles elles sont établies ainsi que celles qui bénéficient d'ores et déjà d'une aide européenne, à l'image des établissements espagnols. Cette supervision s'applique aux établissements des pays membres de la zone euro. Les banques des autres pays peuvent s'y soumettre. Le Royaume-Uni, la République tchèque et la Suède ont indiqué vouloir rester en dehors du champ de la supervision. La supervision unique ne constitue qu'une première étape, qui devrait être complétée par la mise en place d'un système de prévention et de résolution des crises et par la mutualisation des dettes bancaires, dans le cadre d'un système unifié de garantie des dépôts.

- UNION BUDGÉTAIRE

Les 27 chefs d'Etat et de gouvernement ont chargé, en juin 2012, les présidents du Conseil européen, de la Commission européenne, du Parlement européen et de la Banque centrale européenne de présenter des propositions destinées à renforcer l'Union économique et monétaire (UEM).

Le rapport intérimaire, présenté par le président du Conseil européen Herman van Rompuy en octobre 2012, préconise la création d'un organe budgétaire doté de la capacité à emprunter. Ce budget européen financerait les réformes structurelles et de compétitivité mises en œuvre par l'Etat membre pour affronter la crise. Le document évoque, en outre, deux instruments de solidarité budgétaire pouvant être utilisés par l'UEM afin de répondre aux difficultés à se refinancer sur les marchés, éprouvées par certains de ses membres : l'émission d'*eurobills*, obligations communes de courte durée et la création d'un fonds de rédemption, chargé de gérer la partie de la dette des Etats membres dépassant 60% de leur PIB.

Le Conseil européen des 13 et 14 décembre 2012 n'a pas donné de suite concrète à ce projet. Il a cependant invité les présidents du Conseil européen et de la Commission à présenter une nouvelle feuille de route en juin 2013 en vue de favoriser une meilleure coordination des politiques économiques et mettre en place des contrats de compétitivité et de croissance entre l'Union européenne et les Etats membres. Un fonds européen doté de 10 à 20 milliards € serait ainsi mis en place pour inciter à la signature de ces contrats.

- ZONE MONÉTAIRE OPTIMALE

Exposée par l'économiste américain Robert Mundell, la théorie des zones monétaires optimales définit les critères à remplir pour que des Etats puissent mettre en œuvre une union économique et monétaire viable. Le prix Nobel d'économie 1999 en retient deux :

- L'absence de choc asymétrique au sein de la zone, un choc étant considéré comme asymétrique s'il frappe une partie de la zone et pas l'autre ;
- La mobilité des facteurs de production : les marchés du travail et des capitaux doivent être suffisamment flexibles pour répondre à une crise.

D'autres économistes ont complété cette théorie en mettant en avant d'autres éléments destinés à garantir l'optimalité d'une union monétaire : diversité du tissu productif, ouverture des économies et existence d'un budget fédéral. Ces trois facteurs doivent permettre de compenser un éventuel choc asymétrique.

La zone euro est à l'heure actuelle loin de constituer une zone monétaire optimale. Le budget de l'Union européenne est réduit à la portion congrue et la mobilité des travailleurs demeure réduite. Il n'existe pas, en outre, de modèle économique commun : aux pays exportateurs (Allemagne ou Pays-Bas) répondent des Etats dont l'activité économique est principalement centrée sur la consommation. La crise de l'euro vient souligner un peu plus l'importance et la récurrence des chocs asymétriques.

Sébastien Richard

Enseignant en économie et en politiques publiques à
l'université Paris X Nanterre

Retrouvez l'ensemble de nos publications sur notre site :
www.robert-schuman.eu

Directeur de la publication : Pascale JOANNIN

LA FONDATION ROBERT SCHUMAN, créée en 1991 et reconnue d'utilité publique, est le principal centre de recherches français sur l'Europe. Elle développe des études sur l'Union européenne et ses politiques et en promeut le contenu en France, en Europe et à l'étranger. Elle provoque, enrichit et stimule le débat européen par ses recherches, ses publications et l'organisation de conférences. La Fondation est présidée par M. Jean-Dominique GIULIANI.