

# La crise de l'euro met l'Union européenne à rude épreuve

L'ambitieux projet d'Union monétaire devait fédérer étroitement l'Union européenne (UE) et la souder de manière irréversible. La crise de la dette souveraine a ébranlé l'euro et touché l'UE en son cœur. Pour surmonter ce passage difficile, il faudra faire preuve de solidarité, ce qui interpelle nombre de citoyens européens et fait figure de test pour l'unité européenne. Un risque existe de voir la finalité originelle de l'Union monétaire se retourner en son contraire et qu'au lieu de s'unir, l'Europe se divise<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Le présent article n'engage que son auteur.



L'Union monétaire a été dès le début un projet politique visant à souder irrévocablement l'Europe. Or, la crise de l'euro pourrait, dans la pire des hypothèses, libérer des forces centrifuges capables de remettre en cause un projet essentiel pour l'unification européenne et peut-être même de menacer l'Europe d'éclatement.

Photo: Keystone

L'UE a longtemps essayé de résoudre la crise de la dette et de l'euro en la considérant comme une crise de liquidités. On estimait que leur raréfaction sur le marché des emprunts publics des États périphériques pouvait être surmontée par l'injection de fonds publics. Protégés par les crédits d'aide, les États surendettés devaient gagner du temps et restaurer, par des mesures d'économies et des réformes structurelles, la viabilité de leur dette, leur compétitivité internationale et, au final, la confiance des investisseurs dans la qualité de leurs emprunts. Or la crainte grandit désormais de voir cette approche échouer. La Grèce a déjà eu besoin de programmes d'aide supplémentaires en juillet et en octobre. Le pays est au bord du défaut de paiement. Et rien ne dit aujourd'hui que le Portugal et l'Irlande, autres pays ayant bénéficié de plans de sauvetage, parviendront à éviter pareil écueil. D'autres États de la zone euro pourraient être entraînés dans une spirale infernale. Et comme il n'est pas exclu que le manque de liquidités se mue en insolvabilité, l'éventualité de banqueroutes étatiques ne saurait être totalement écartée.



**Roman Busch**  
Responsable suppléant  
Affaires économiques et  
financières, Bureau de  
l'intégration DFAE/DFE,  
Berne

## Entre crise de liquidité et insolvabilité

### Menaces sur la viabilité de la dette publique

Selon une règle générale, la viabilité n'est assurée que si le budget de l'État endetté affiche des excédents primaires appropriés ou, autrement dit, si le contribuable verse davantage à l'État qu'il n'en perçoit. L'excédent primaire est suffisant lorsqu'il équivaut à peu près à la différence, multipliée par le taux d'endettement, entre le niveau des taux d'intérêt nominaux et la croissance économique nominale. Ces surplus doivent être encore plus importants lorsqu'il s'agit non seulement de stabiliser la dette, mais encore de la réduire. Le *tableau 1* montre que si le marché persistait à pratiquer des taux d'intérêt élevés, il faudrait dégager des excédents primaires extrêmes.

Si les économies de l'UE sont, par le passé, très bien parvenues à réaliser des excédents primaires de plusieurs pour cent, cela s'est produit dans un environnement économique favorable marqué par une croissance solide et des taux peu élevés. On notera aussi qu'un bilan primaire positif a rarement pu être

Tableau 1

## Données macroéconomiques des pays de l'UE les plus touchés

État membre de l'UE	Croissance nominale 2011 (en % du PIB)	Taux nominal à long terme 2011 (en %)	Taux d'endettement 2011 (en % du PIB)	Excédent primaire nécessaire (en % du PIB)
Grèce	-1.1	17.78	158	29.8
Irlande	+1.6	8.51	112	7.74
Portugal	+1.2	11.34	102	10.3
Espagne	+3.8	5.2 (?)	68	1.0
Italie	+3.6	5.75	120	2.58

Source: Commission européenne / La Vie économique

maintenu sur une longue période. Il reste que les pays sous pression de la zone euro bénéficient pour l'instant d'un taux artificiellement bas qui découle des mesures de sauvetage de l'UE ou des interventions de la Banque centrale européenne (BCE). Le climat est, en fait, à l'austérité, le dynamisme économique restant faible ou décroissant. La dévaluation interne requise pour regagner en compétitivité peut même, dans un premier temps, encore aggraver leur taux d'endettement, et il leur faudra probablement des années pour parvenir à dégager les excédents primaires nécessaires. Même les petits mouvements à la hausse des taux d'intérêt réclament une hausse des excédents primaires.

#### La crise bancaire accroît le potentiel d'endettement public

La crise de la dette s'accompagne d'une crise bancaire. Les banques des États périphériques détiennent toujours dans leurs portefeuilles les emprunts dépréciés de leurs gouvernements surendettés. La dégradation de la situation économique accroît les défauts de crédit. Face à ce double risque de perte, les déposants locaux et les investisseurs institutionnels – souvent étrangers – retirent leur argent de ces banques. L'exode des capitaux fuyant ainsi les pays périphériques fait fondre la masse monétaire en circulation. La vente des obligations émises par ces États renforce ce processus, car l'argent des investisseurs migre le plus souvent vers les grands États solvables du Système monétaire européen. Coïncées entre la baisse des valeurs patrimoniales figurant à l'actif de leurs bilans et le fait qu'avec le recul des liquidités, le refinancement urgent au passif n'est possible qu'à travers une hausse des taux d'intérêt, nombre de banques de la périphérie se trouveront bientôt aussi en situation d'insolvabilité. Jusqu'ici, les aides en liquidités de la BCE ont permis de retarder ce processus, ce qui montre une nouvelle fois que ce sont souvent les pouvoirs publics qui supportent les risques liés aux crises bancaires. La situation

d'endettement des États périphériques pourrait donc être encore pire qu'elle n'apparaît actuellement.

#### La dette extérieure, autre problème

À côté du taux d'endettement, la dette extérieure constitue aussi un indicateur de viabilité. Si les obligations sont détenues exclusivement par des résidents, même une dette élevée pourra être honorée, par exemple à l'aide d'un impôt unique. Dans ce cas, on assiste simplement à un transfert de ressources à l'intérieur du pays. Le remboursement est plus difficile pour les dettes contractées envers des bailleurs de fonds étrangers. Ici, il convient d'abord de dégager des ressources, lesquelles quitteront ensuite le circuit économique intérieur pour l'étranger. Ces ressources doivent être générées par les excédents de la balance des opérations courantes, donc par des exportations supérieures aux importations. Dans la pratique, cela signifie une baisse de la consommation en raison d'une diminution des salaires qui, en contrepartie, doit rendre les produits indigènes plus concurrentiels sur les marchés internationaux. La problématique de la dette présente ainsi un double aspect quantitatif et qualitatif. Les transferts de ressources à l'étranger étant impopulaires, le fardeau qualitatif supplémentaire lié au service de la dette extérieure peut faire naître des résistances politiques à l'intérieur du pays.

La viabilité de l'endettement soulève ainsi de nombreuses questions: le problème de la dette renferme le risque d'une double défaillance des États et des banques. La dette extérieure renforce la dimension politique du problème, d'où le risque de surréaction au plan intérieur.

#### Vers des dépenses de transfert?

Les grands États solvables ne sont pas non plus à l'abri des problèmes:

1. Les mesures de sauvetage qui n'en finissent pas pèsent déjà sur les créanciers de l'UE en raison d'un engagement global qui atteint au moins 1000 milliards d'euros. Une comparaison sommaire avec les recettes fiscales annuelles de l'Allemagne (500 milliards d'euros) donne une idée de l'ampleur de cette responsabilité. Aussi le politique aura-t-il toujours plus de peine à convaincre l'électeur de l'opportunité de telles mesures de sauvetage.
2. Avec ses programmes d'aide, la BCE est également devenue un gros créancier des États périphériques. Elle a ainsi racheté en masse, sur le marché secondaire, les obligations souveraines de mauvaise qualité émises par les États concernés, ou alors

- elle les a prises en pension pour garantir les apports en liquidités destinés à soutenir les banques menacées. Au cas où ces titres feraient défaut, il faut s'attendre à ce que la BCE doive soit distribuer moins de bénéfiques, soit augmenter ses fonds propres. Importants détenteurs de parts de la BCE, les grands États devront alors régler la majeure partie de la note, ce qui équivaldra à une dépense de transfert.
3. Malgré la crise, beaucoup de pays périphériques continuent d'afficher des balances courantes déficitaires, important plus qu'ils n'exportent et vivant donc toujours au-dessus de leurs moyens. Autrefois, ces déficits étaient financés à l'aide des crédits accordés par les banques d'affaires des pays exportateurs présentant des balances courantes excédentaires. Ces flux d'argent se sont pratiquement taris. En effet, dans le système de paiement européen Target 2, ce sont désormais les instituts d'émission des grands États qui ont pratiquement repris le financement de ces importations et qui allouent ainsi aux banques d'affaires des pays périphériques les crédits nécessaires dans le cadre de l'exécution usuelle des paiements. Les experts divergent sur les conséquences de ce phénomène. En cas de défaillance, la BCE devrait toutefois aussi se recapitaliser, ce qui retomberait sur le contribuable, notamment dans les grands États.
  4. La crise de l'euro frappe aussi les banques des pays centraux de la zone euro. Celles-ci détiennent toujours de gros volumes d'obligations de mauvaise qualité des États périphériques, même si elles ont liquidé une partie de leurs positions ou que la plupart de ces titres sont détenus soit par les établissements financiers des pays en crise, soit maintenant par la BCE. Un rééchelonnement de la dette grecque, comme celui qui est maintenant prévu, pourrait certes encore être supporté, car les réserves de fonds propres des banques après recapitalisation y suffiraient. Par contre, un abandon d'une partie de la dette pourrait toujours se révéler contagieux et déclencher des restructurations similaires dans d'autres pays, ce qui pourrait bien faire exploser les fonds propres des banques – sans parler des pertes des assurances et des caisses de pension, également touchées. Cela pourraient alors, dans une seconde phase, conduire à la propagation de la crise dans l'ensemble du système financier européen, comme avec la chute de Lehman Brothers et la crise financière mondiale de 2008. Il est probable que les pertes de l'industrie du crédit devraient

alors être socialisées pour la deuxième fois consécutive.

5. Il n'est pas exclu que la solvabilité, préservée jusqu'ici, des grands pays de l'eurosystème soit aussi affectée à plus long terme par l'augmentation continue des cautionnements, des positions créancières et des risques de pertes. Les marchés de capitaux des grands États seraient alors aussi confrontés à une hausse des taux d'intérêt sur crédits avec, à la clé, des retombées néfastes pour l'économie.

Face aux problèmes de l'Union monétaire, l'inquiétude grandit aussi dans les grands États de l'UE. Personne ne peut dire jusqu'à quel point le citoyen moyen est prêt à supporter le coût, inévitable, d'une stabilisation de l'euro.

### Un danger d'éclatement

L'Union monétaire a été dès le début un projet politique visant à souder irrévocablement l'Europe. Avec la crise de l'euro, c'est le contraire qui pourrait se produire. En effet, dans la pire des hypothèses, la crise pourrait libérer des forces centrifuges capables de remettre en cause un projet essentiel pour l'unification européenne et peut-être même de menacer l'Europe d'éclatement.

Établis pour la monnaie commune, les scénarios d'avenir suivants, certes un peu caricaturaux, sont destinés à expliciter les forces centrifuges qui pourraient se manifester.

### Défaut de paiement et restructuration désordonnée de la dette

Le mécontentement grandissant de la population vis-à-vis des mesures d'économies dictées de l'extérieur pourrait aboutir à des actions irréflechies et à la défaillance d'un des États de la périphérie. Le pays serait alors provisoirement coupé aussi bien des aides de l'UE et du Fonds monétaire international (FMI) que des crédits en provenance des marchés de capitaux. La BCE a déjà laissé entendre qu'en cas de défaillance, elle cesserait de prendre les titres d'État en nantissement et suspendrait ainsi son aide en liquidités. L'État en faillite ne pourrait plus verser les salaires à ses fonctionnaires ni les pensions à ses retraités, car les dépenses publiques continuent généralement d'excéder les recettes fiscales. Le secteur local du crédit finirait par s'effondrer. Une fuite accélérée des capitaux viendrait encore réduire la quantité d'euros restant disponible. La seule issue serait une réforme monétaire et la réintroduction d'une monnaie nationale permettant de rétablir la circulation de l'argent. La nouvelle monnaie, qui se déprécierait immédiatement, entre-

tiendrait en outre l'espoir de restaurer, au moins à court terme, la compétitivité de l'économie. Un premier pays aurait ainsi quitté l'eurosystème.

Une telle défaillance pourrait être contagieuse et se propager aux autres pays débiteurs de la périphérie. Les primes de risque liées à leurs titres pourraient encore augmenter et remettre définitivement en question la viabilité de leur endettement. D'autres États pourraient se retirer de l'Union monétaire et le courant pourrait entraîner d'autres pays très endettés de l'UE. Les conséquences pour les grands États solvables seraient également graves, puisqu'ils seraient, dès lors, contraints, en tant que créanciers, de procéder à de coûteux amortissements et de recapitaliser à la fois la BCE et leurs propres banques. On ne saurait trop imaginer les conséquences de la deuxième crise financière qui en résulterait, après celle de 2008. Un scepticisme croissant de la population vis-à-vis de l'UE pourrait en être le corollaire.

#### Monétisation

En constante expansion, la montagne de dettes des États périphériques pourrait être amortie par une monétisation directe de la BCE, avec un rachat illimité des obligations de mauvaise qualité par l'institut d'émission européen. La «planche à billets» injecterait alors librement de l'argent dans l'économie. Selon son ampleur, un tel financement monétaire public, qui n'est prévu dans aucun traité, pourrait développer un potentiel d'inflation. Même si celui-ci devait pouvoir être jugulé, il ne serait certainement pas simple d'éviter que cette fiscalisation de la politique monétaire, d'abord exceptionnelle, ne devienne la règle. L'indépendance de la BCE serait mise en jeu. Dans les grands États, les entrepreneurs, les petits épargnants et les retraités, auxquels on avait promis une monnaie forte avec l'introduction de l'euro, pourraient alors être les premiers à remettre en question l'Union monétaire et à se détourner du projet européen.

#### Union fiscale ou politique

Les dernières décisions de l'UE ont-elles réellement résolu le problème? La question doit rester posée. Communautariser définitivement le problème de la dette en vue de créer une union fiscale serait vraisemblablement un moyen de sortir de l'impasse. Cela permettrait, tout en évitant le chaos, de maintenir les coûts afférents à un niveau relativement bas en comparaison avec les scénarios évoqués plus haut. Une telle union pourrait s'accompagner d'une restructuration ordonnée et coordonnée de la dette ainsi que, par exemple, d'euro-obligations com-

munes qui pourraient rendre la dette à nouveau supportable puisque le niveau d'endettement et celui des taux d'intérêt des emprunts publics dans les pays périphériques s'en trouveraient tous deux réduits. Il deviendrait alors nettement plus facile pour les États concernés de dégager les excédents primaires requis. Une assurance chômage commune serait un exemple futuriste de mise en commun des budgets publics. Dans un contexte de dévaluation interne, elle permettrait aux pays périphériques en situation difficile de mieux faire fonctionner les stabilisateurs automatiques et de soutenir ainsi une dynamique économique en panne. Mais toutes ces mesures impliqueraient des dépenses de transfert. La création d'euro-obligations devrait, à elle seule, déjà pousser les taux à la hausse pour le noyau solvable de l'eurosystème et donc entraîner des coûts supplémentaires. Pour l'instant, on ne décèle guère de volonté politique en faveur d'une communautarisation de la politique financière au sein de l'UE. Un tel saut quantique pourrait rendre le projet européen impopulaire auprès de nombreux citoyens.

#### L'UE à la croisée des chemins

Plus de 50 ans après les traités de Rome, la question fondamentale se pose de nouveau: jusqu'où l'UE veut-elle aller dans la construction de la maison Europe. Les issues possibles à la crise recèlent un potentiel de division susceptible de menacer le projet commun. Un éclatement de l'Union monétaire pourrait, dans une réaction en chaîne, aussi annihiler les conquêtes du marché intérieur.

Voisin immédiat et important partenaire commercial de l'UE, la Suisse a un intérêt direct à la stabilisation de l'euro. Par le passé, l'UE a toujours réussi à sortir renforcée des crises. Il est bien possible qu'elle s'achemine vers une variante ou un mélange des scénarios esquissés plus haut. Si elle parvenait, par un véritable tour de force politique, à sauver l'Union monétaire, voire à créer une union politique, la Suisse aurait alors affaire à un partenaire bien différent. ■

Encadré 1

#### Bibliographie

- De Grauwe P., *The Governance of a Fragile Eurozone*, CEPS Working Document, 2011. Internet: [www.ceps.eu/book/governance-fragile-eurozone](http://www.ceps.eu/book/governance-fragile-eurozone).
- Gros D. et Mayer Th., *Debt Reduction Without Default?*, CEPS Policy Brief, 2011. Internet: [www.ceps.eu/book/debt-reduction-without-default](http://www.ceps.eu/book/debt-reduction-without-default).
- Bencek D. et Klodt H., *Fünf Prozent sind (zu) viel, Veröffentlichung des Zentrums Wirtschaftspolitik*, Institut für Weltwirtschaft in Kiel, 2011. Internet: [www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/politikberatung/veroeffentlichungen-2011](http://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/politikberatung/veroeffentlichungen-2011).
- Buiter W. et Rahbari E., *The Future of the Euro Area: Fiscal Union, Break-up or Blundering Towards a «You Break It You Own It Europe»*, 2011. Internet: [www.willembuiter.com/3scenarios.pdf](http://www.willembuiter.com/3scenarios.pdf).