
L'insoutenable légèreté de l'Union Economique et Monétaire

Valérie Malnati*

Les constitutions fragiles ont le plus à craindre de la propagation des virus. En 2012, la zone euro apparaît bien comme la principale victime de la crise, à défaut d'en être à l'origine. D'abord circonscrite aux banques, puis aux dettes souveraines, celle-ci a pris une dimension institutionnelle et politique préoccupante, comme l'illustre la situation en Grèce. Menacée dans son existence même, l'Union économique et monétaire doit pallier un défaut de conception connu depuis l'origine, à savoir l'absence de fédéralisme budgétaire et d'union politique. Une course à étapes entamée en 2010 sur laquelle cet article fait le point.

La période de turbulences que nous traversons depuis 2008, actuellement symbolisée par la situation grecque, traduit une crise profonde, de nature politique, sur le devenir de l'Union économique et monétaire (UEM) et, par suite, de l'Union européenne (UE). Le grand défi posé par l'euro fut en effet de faire naître la seule monnaie au monde dépourvue d'Etat. Le projet était ambitieux : la construction d'un système économique et monétaire d'abord, la construction politique ensuite. A ce jour, il n'en a rien été car le projet politique européen n'a pas (encore ?) pris corps.

Les dirigeants européens éprouvent ainsi les plus grandes difficultés à élaborer à plusieurs un policy-mix cohérent et efficace dans une zone monétaire qui n'est pas optimale¹. En particulier, tous les acteurs de la gouvernance européenne n'ont pas mis en œuvre un jeu coopératif en matière de politique budgétaire en dépit des règles du Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC) récemment complétées par le « Six Pack »² puis par le Traité sur la Stabilité, la Coordination et la Gouvernance

¹ Selon la théorie de R. Mundel, une zone monétaire est dite optimale lorsque les facteurs de production (capital et travail) y circulent sans entrave et plus facilement que vis-à-vis de l'extérieur de la zone. A défaut, celle-ci doit être stabilisée par un mécanisme de transfert budgétaire, notamment lorsqu'il s'agit de répondre à des chocs dits 'asymétriques'. Or c'est bien là le défaut de construction de l'UEM. On ne peut en effet envisager une stabilisation automatique avec un budget de l'UE limité à 1,27% du PIB communautaire et par ailleurs exclusivement dédié à des fins autres que l'action contra-cyclique (l'agriculture représente environ 45% du budget UE, et les fonds structurels, environ 1/3 du budget, ne sont pas des instruments de régulation contra-cyclique). Cf. Mundell R. (1961) A Theory of Optimum Currency Areas, The American Economic Review, Vol. 51, No. 4.

* Docteur en Sciences Economiques

(TSCG) instaurant notamment l'inscription d'une « règle d'or budgétaire » dans chaque Constitution.

Qui plus est, depuis quelques décennies, le lien entre croissance économique et stabilité financière se resserre sous l'effet de la forte expansion du secteur financier par rapport à la sphère réelle. Ainsi, le risque que de graves perturbations du processus d'inter-médiation financière aient des répercussions macroéconomiques s'est accru. Dans les faits, la crise grecque éprouve la réalité de l'évolution de ce modèle européen essentiellement conçu d'un point de vue théorique, ne serait-ce que sur le plan économique et monétaire. Il apparaît notamment que :

1. les **liquidités au sein de l'Eurosystème** sont toujours globalement abondantes mais pas là où elles sont le plus nécessaires et,
2. conséquence directe des mécanismes d'enchaînement propres aux marchés financiers, **la distribution des rôles au sein de la puissance publique**, potentiellement « prêteur en dernier ressort » est déterminante.
3. En d'autres termes, **le devenir de l'euro dépend désormais tout autant, voire**

² Le 'Six-Pack' (décembre 2011) renvoie aux six actes législatifs destinés à rendre la gouvernance économique plus rigoureuse dans l'UE. Quatre propositions traitent de questions budgétaires, y compris de la réforme du Pacte de Stabilité et de Croissance de l'UE (1996) dans ses volets préventifs et correctifs, tandis que les deux autres portent sur l'identification et la correction effective des déséquilibres macroéconomiques au sein de l'UE et de la zone euro. Voir M. Dévoluy (2012), Un paquet de six bien (trop) ficelé, *Bulletin de l'OPEE*, n°25, pp.17-20 ; D. Broussolle dans ce numéro du Bulletin.

davantage, de l'avenir institutionnel de l'UE que de la croissance de son économie.

1. La stabilité financière de l'UE dépend de la conjonction d'un certain nombre de risques

Du risque de crédit portant sur la qualité des actifs financiers - en principe mesuré par les agences de notation - jusqu'au risque de marché et de liquidité portant sur la confiance des agents, la stabilité financière de l'UE repose finalement sur l'attitude de la Banque Centrale Européenne (BCE), prêteur en dernier ressort.

Force est de constater que la crise grecque porte sur ces deux points et que le risque macroéconomique - voire systémique - associé dépend de la « qualité » des bilans bancaires qui permettra, ou non, d'éviter la contagion au marché des actifs réels. Les soldes laissés par une banque sur le compte d'un autre établissement représentent en effet un risque pris sur la solvabilité de la banque (risque de faillite) et sur sa liquidité (incapacité à fournir de la monnaie Banque Centrale). Plus vite les dettes et créances sont compensées, moins se pose la question de liquidité sous le double aspect coût et risque. L'estimation du risque est mis en évidence par l'examen des positions des Banques Centrales Nationales (BCN) inscrites sur leurs comptes TARGET au bilan de la BCE, ou plus exactement au bilan de l'Eurosystème (BCE + BCN).

Concrètement, les créances de l'Eurosystème sur les banques ont régulièrement augmenté depuis septembre 2008 pour atteindre 3 006 Milliards d'euros en mars 2012 (soit 1/3 du PIB de l'UE). Plus précisément, les positions des BCN en mars 2012 montrent que la Grèce a une balance négative de 103,7 Mds d'€³ tandis que l'Allemagne détient 547 Mds d'€ de créances inscrites sur son compte TARGET 2 au bilan de l'Eurosystème. En cas de défaut d'un pays, chacun des membres de l'Eurosystème encaisse une perte égale à sa contribution au capital de la BCE⁴ quelle que

³ Source : Aggregated balance sheets of monetary financial institutions (MFIs) – Bank of Greece.

⁴ Les parts des BCN dans le capital de la BCE sont calculées sur la base d'une clé reflétant la part des différents pays dans la population totale et le PIB de l'UE, ces deux données étant assorties d'une pondération identique. La BCE ajuste ces parts tous les cinq ans et chaque fois qu'un nouveau pays adhère à l'Union européenne. Les ajustements sont opérés sur la base des données fournies par la Commission européenne. Contributions des BCN au capital de la BCE : Allemagne : 27.15 % ; France : 20.39 % ; Italie : 17.92 % ; Espagne : 11.90 % ; Pays-Bas : 5.72 % ; Grèce : 2.82 % ;

TARGET 1 (Trans-european Automated Real-time Gross settlement Express Transfer) est le système de règlement qui compense les engagements et créances des BCN. Il a été mis en place avec la BCE en janvier 1999, sous la forme d'une infrastructure technique décentralisée constituée des systèmes des pays de la Zone euro ; une sorte de fédération des systèmes mis en place par chaque Banque Centrale dans son espace national. En 2007, ce système traitait par jour en moyenne, plus de 360 000 paiements pour un volume de 2 400 Mds d'€. Quelques pays hors Zone euro s'étaient « branchés » dessus. Alors qu'il était initialement conçu pour les échanges de très gros montants, la taille moyenne des opérations ne cessa pas de diminuer. Le système était perçu comme efficace, sûr et économique.

En 2008, TARGET 2 remplace le procédé de première génération et devient le système de paiement dits « de montants élevés » de l'Eurosystème. Sa conception, entièrement nouvelle, est structurée autour d'une unique plate-forme partagée (Single Shared Platform ou SSP) sur laquelle repose la gestion technique des comptes ouverts aux institutions financières sur les livres des BCN participantes. Les relations entre les BCN et leur communauté bancaire demeurent décentralisées. De même que dans TARGET 1, la connexion d'une Banque Centrale et de sa communauté bancaire n'est obligatoire que lorsque le pays concerné est un pays euro.

Le démarrage de TARGET 2 s'est fait dans les conditions les plus risquées : la crise dite des « subprimes » ; le 30 juin 2008, le système enregistrait un record absolu de 566 549 paiements traités. L'effondrement de Lehman Brothers en septembre 2008 et la crise financière qui a suivi ont provoqué une explosion des opérations interbancaires que TARGET 2 a absorbée sans accroc.

soit la position de son compte TARGET 2⁵. Si la Grèce venait à quitter la zone Euro, les pertes pour la France s'élèveraient ainsi à 21.15 Mds d'€. **Ce déséquilibre massif des comptes TARGET démontre combien la Zone euro est un espace d'interdépendances financières** telles que le chacun pour soi n'est

Portugal : 2.51 % ; Autres : 11.59 %.

⁵ Conformément à l'article 33 des statuts du Système européen de banques centrales et de la BCE, les bénéfices et pertes nets de la BCE sont répartis entre les BCN de la zone euro.

aucunement la solution à ses problèmes ⁶. Il appelle une réponse spécifique ne serait-ce que pour absorber les chocs et renouer avec la croissance tant attendue dans la zone.

Certes, les risques de crise font partie intégrante de l'environnement économique ⁷. Il est donc impossible de les éviter, mais il est prioritaire d'être mieux équipé pour les affronter et éviter qu'elles ne se propagent.

2. Lors de la conception de la monnaie unique, rien n'a été prévu pour parer à une crise de liquidité ou de solvabilité d'un Etat membre

On sait pourtant combien, non seulement les canaux de transmission d'une telle crise vers l'économie réelle sont multiples mais aussi que, la plupart du temps, la croissance de l'activité économique est tout d'abord fragilisée par les difficultés bancaires.

Lorsqu'une crise se déclenche, elle affecte en effet directement la qualité des emplois que les banques font de leurs fonds. Celles-ci voient ensuite leurs actifs se dévaloriser aussi vite que le marché et cette dévalorisation constitue une sorte de perte comptable qui diminue la valeur de leurs fonds propres. Dans le rapport qu'il a remis à l'issue de la mission que le Président de la République lui a confié en 2008, René Ricol ⁸ résume ainsi l'engrenage à la baisse : « (...) lorsque les marchés s'effondrent au point de devenir « illiquides » (...) et que les valeurs de marché diminuent, les banques doivent constater une dévalorisation de leurs actifs et, par voie de conséquence, de leurs fonds propres (...). Un cercle vicieux s'enclenche alors : la vente massive, sans contreparties suffisantes à l'achat, des actifs dévalorisés fait chuter le prix jusqu'à perdre toute référence rationnelle de valeur ». Il importe donc que les banques trouvent du capital supplémentaire pour rester solvables. Mais chercher des fonds propres en émettant des actions se complique lorsque la Bourse est en pleine déprime. Il

⁶ Jean-Luc Proutat : "Ecowek BNP Parisbas" - 15 mars 2012.

⁷ Michel Aglietta : "Instabilité du système financier international", commentaire dans le rapport du CEA n° 14, pp.133-138, 1998.

⁸ René Ricol est membre élu depuis 1997 au board de la Fédération Internationale des Experts Comptables (IFAC) qui regroupe les organisations professionnelles de 119 pays à travers le monde. Il en a assuré la présidence de 2002 à 2004. Au cours de son mandat, tirant les enseignements des scandales qui ont perturbé les marchés financiers, il a initié et mis en œuvre avec les régulateurs et les normalisateurs internationaux, une réforme en profondeur de la profession comptable internationale et des pratiques d'audit-« Rapport sur la crise financière » - Présidence de la République, septembre 2008.

arrive un moment où seule la puissance publique peut apporter cet argent.

La **mobilisation de la politique monétaire** est la pratique la plus courante dans le cas où les liquidités viennent à manquer sur le marché ; la Banque Centrale apporte alors un refinancement massif aux banques pour éviter que leur problème d'illiquidité ne se transforme en insolvabilité.

Au sein de l'UEM, la BCE est souvent critiquée pour sa doctrine calée sur l'objectif principal de maintien de la stabilité des prix. Dans la pratique pourtant, elle a souvent assuré ces dernières années la totalité du refinancement des banques en baissant les taux d'intérêt ou en prêtant massivement aux banques qui ne se prêtaient plus entre elles. Le rôle de « prêteur en dernier ressort » (PDR) qu'elle assume ainsi est justifié par les faits puisqu'il consiste à résoudre des problèmes d'illiquidité susceptibles de dégénérer en faillites généralisées. Théoriquement, cette intervention se justifie par le seul souci de restaurer la liquidité dégradée et, dans un souci de solvabilité, les prêts doivent être garantis par des titres apportés par les banques.

Mais comment distinguer les situations d'illiquidité des cas de d'insolvabilité ?

Régulièrement, dans la période récente, la littérature économique s'est demandée qui pourrait constituer le PDR au niveau international. En d'autres termes, à qui incombe la responsabilité d'éviter une crise de liquidité entraînant une embolie générale des systèmes bancaires de plusieurs pays ? Ces questions trouvent, à chaque crise, des réponses au cas par cas. A l'automne 2008, le rôle de PDR a été assumé par la Fed, la Banque d'Angleterre et la BCE qui, à plusieurs reprises, ont coordonné leurs interventions soit en baissant leurs taux, soit en apportant des refinancements massifs. « Elles ont eu l'intelligence de se constituer en club de pseudo-prêteur international de dernier ressort » résume Michel Aglietta dans « *La Crise* » (Michalon, 2008).

Face à une crise financière, un autre remède passe par **l'utilisation de la politique budgétaire**. Ce soutien des finances publiques à l'activité réelle, d'abord limité aux effets directs de la crise, devient de plus en plus large à mesure qu'elle se généralise et l'Etat peut être amené à agir comme « financeur en dernier ressort » des banques. Ainsi, le 23 avril 2010, la Grèce requiert l'aide de l'UEM et du FMI pour pallier son

insolvabilité. Deux mécanismes sont mis en place par les chefs d'Etats et de Gouvernement de la Zone euro en contrepartie d'une série de mesures dont l'application sera étroitement surveillée par les bailleurs de fonds ⁹ :

- un plan de soutien composé pour 80 Mds d'€ de prêts bilatéraux (dont 16,8 Mds d'€ à la charge de la France) consentis par les États membres et pour 30 Mds d'€ de prêts accordés par le FMI ;
- la création pour 3 ans d'un Fonds européen de Stabilité Financière (FESF) doté d'une capacité de prêt de 440 Mds d'€ et dont les ressources sont garanties par les États membres de la Zone euro.
- A cela s'ajoutent les moyens du Mécanisme Européen de Stabilité Financière (MESF), géré par la Commission européenne, qui peut emprunter jusqu'à 60 Mds d'€ sur les marchés avec la garantie du budget de l'UE et dispose de 250 Mds d'€ provenant du FMI. Ce qui donne une capacité d'intervention totale de 750 Mds d'€.

En créant le FESF, les pays européens ont donc exercé une garantie réciproque de leur dette publique, mais pour que ces pays soient malgré tout incités à assainir leurs finances publiques, il faut d'urgence **définir un mode de gouvernance spécifique, servi par une architecture institutionnelle cohérente reconnaissant le besoin d'un véritable partage de souveraineté de la Zone euro.**

Chiffrer le coût d'une crise telle que celle de la Grèce pour les finances publiques des États membres est un exercice extrêmement difficile. Ce que l'on sait en revanche, c'est qu'en ajoutant les prêts bancaires, ceux des BCN et de la BCE, on atteint une créance théorique de 300 Mds d'€. Comment, au-delà de cette somme, évaluer les conséquences réelles pour l'économie européenne de la faillite d'un Etat membre de l'UEM et y faire face ?

Une union monétaire a besoin de règles clairement définies concernant le PDR. Sinon les paniques bancaires et du crédit sont inévitables ; cet argument ne s'appliquant pas seulement aux banques, mais aussi aux Etats.

L'aggravation de la crise grecque et les risques de contagion qu'elle suscite ont incité les chefs d'Etats et de Gouvernement de l'UE à envisager une réponse *ad hoc*, l'union bancaire portée par Michel Barnier,

⁹ Philippe Ricard, « L'Europe répond aux marchés par une riposte massive » - Le Monde, 11 mai 2010.

commissaire européen au marché intérieur. Il s'agit de décorréliser les bilans des banques de ceux des Etats pour que les crises de dettes ne se transforment pas en crises bancaires, et cela sans passer par une monétisation des dettes par la BCE, interdite par les traités ¹⁰. En d'autres termes, en transférant à un niveau supranational la responsabilité du contrôle bancaire et, le cas échéant, de leur renflouement. Cette nouvelle formule de partage des risques plaide pour une solidarité budgétaire, comme une condition suffisante accompagnant la nécessaire discipline budgétaire des Etats européens. « L'union bancaire suppose d'avoir une ressource budgétaire commune – un fonds européen, une recette fiscale – pour régler les crises bancaires. Elle pourrait constituer en cela une étape importante vers l'union budgétaire » ¹¹.

3. Au total, les Conseils européens successifs des 6 derniers mois ont montré combien la volonté de mener de front l'assainissement des finances publiques avec le maintien de la stabilité financière de l'UE devait s'accompagner d'un processus d'intégration renforcé

Cette montée en puissance de la solidarité financière des Etats se manifeste notamment par l'installation pérenne dans la Zone euro d'un instrument tel que le Mécanisme Européen de Stabilité (MES). Celui-ci devrait entrer en vigueur en juillet 2012 et, contrairement au FESF, il repose sur une structure de capital propre de 80 Mds d'€ souscrite par les membres de l'UEM - selon une clé de contribution fondée sur leur part dans le capital de la BCE ¹² – et d'un capital callable de 620 Mds d'€. Il disposera d'une capacité initiale de prêt de 500 Mds d'€.

Pour autant, tant que les politiques budgétaires resteront décentralisées, il est exclu d'aller plus loin et de mettre en commun des garanties pour les obligations des Etats. Dans ces conditions, la sincérité des comptes publics est un préalable absolu aux urgentes réformes institutionnelles de l'UE ¹³ :

¹⁰ V. Malnati (2008), Le traité de Lisbonne : un traité modificatif porteur d'une réforme institutionnelle... et politique ?, *Bulletin de l'OPEE*, n°18.

¹¹ Jean Pisani-Ferry : « La Commission européenne soutient officiellement l'idée d'une union bancaire » - Le Monde, 1er juin 2012.

¹² Les dotations initiales des Etats seront traitées comme une prise de participation, ce qui implique qu'elles auront un impact sur le niveau de la dette publique brute des pays, mais pas sur leur déficit public.

¹³ Jean Arthuis : « Avenir de la zone euro : propositions pour l'intégration politique » - Questions d'Europe n°232 – Fondation Robert Schuman, 12 mars 2012.

-
- L'union budgétaire tout d'abord, qui pourrait démarrer par le contrôle en amont des budgets nationaux et la nomination d'un ministre de l'économie et des finances de l'UE.

Il serait chargé de la surveillance renforcée des politiques économiques et budgétaires des Etats membres dans le cadre du Semestre européen ¹⁴ et des procédures de coordination des politiques économiques (surveillance des déséquilibres macroéconomiques - et pas seulement des positions budgétaires - assortie de sanctions). L'institutionnalisation de l'Eurogroupe est un corollaire indissociable à cette nomination puisque le ministre de l'économie et des finances en assumerait la présidence en même temps que celle de l'EcoFin. Il aurait également pour mission de gérer un programme de consolidation budgétaire pour l'UE et de s'assurer que celui-ci soit accompagné par un calendrier de réformes structurelles. Parallèlement, il conviendrait d'ailleurs que la Commission soit chargée de revoir les conditions d'attribution des fonds structurels européens et leur impact sur les finances publiques locales, évitant ainsi qu'ils ne deviennent parfois des activateurs de dépenses publiques improductives.

- Conjointement avec le Président de la Commission européenne, le ministre de l'Economie et des finances de l'UE pourrait piloter une politique de relance européenne.

Afin de relancer la croissance, l'exécutif

¹⁴ Processus qui consiste à coordonner ex ante les politiques économiques et budgétaires de la zone euro, en lien avec le PSC et la stratégie Europe 2020. Il a été lancé le 12 janvier 2011.

européen a en effet récemment proposé aux pays de l'UE de réserver une enveloppe de 50 milliards d'euros dans le prochain budget pluriannuel de l'UE (2014-2020) actuellement en négociation. Augmenter le volume de cette enveloppe permettrait de cofinancer des projets d'infrastructure considérés comme stratégiques en encourageant, via un effet de levier, le secteur privé à investir. Le Programme des Investissements d'Avenir français sera, à cet égard sans aucun doute un modèle à suivre...

Bien sûr, cette proposition a peu de chance de franchir la barrière de l'unanimité exigée pour une telle modification institutionnelle. Les opinions publiques n'accepteraient en effet, peut-être, cet abandon de souveraineté que si elles étaient assurées d'obtenir en échange l'assurance d'un contrôle démocratique sur l'exécutif européen. Plusieurs solutions à cela : l'institution d'une Commission de surveillance économique et financière (de caractère permanent, composée de députés européens et de parlementaires nationaux), l'élection du président de la Commission européenne par le Parlement, voire celle du Président du Conseil européen au suffrage universel direct... ?!

Quoi qu'il en soit, le devenir de la monnaie unique requiert sans plus attendre une vision politique audacieuse !

« L'avenir, disait St Exupéry, n'est jamais que du présent à mettre en ordre, il n'y a pas à le prévoir, mais à le permettre ¹⁵ ».

¹⁵ Antoine de Saint-Exupéry, *Citadelle*, éd. Gallimard, coll. NRF, 1948, chap. LVI, p. 167.