

Le commencement de la déflation

par [Xavier Timbeau](#)

[Ce texte résume les prévisions de l'OFCE d'avril 2013](#)

La crise économique et financière mondiale, amorcée à la fin de l'année 2008, entre maintenant dans sa cinquième année. Et 2012 aura été pour l'Union Européenne une nouvelle année de récession, ce qui montre à quel point la perspective d'une sortie de crise, maintes fois annoncée, aura été démentie par les enchaînements économiques. [Nos prévisions pour les années 2013 et 2014](#) peuvent se résumer assez sinistrement : les pays développés vont rester englués dans le cercle vicieux d'une hausse du chômage, d'une récession qui se prolonge et de doutes croissants quant à la soutenabilité des finances publiques.

De 2010 à 2012, les efforts budgétaires réalisés et annoncés ont été sans précédent pour les pays de la zone euro (-4,6% du PIB), le Royaume-Uni (-6% du PIB) ou les Etats-Unis (-4,7% du PIB). L'ajustement budgétaire longtemps reporté aux Etats-Unis, mais précipité par l'absence de consensus politique entre les démocrates et les républicains va se reproduire en 2013 et 2014. En 2014, l'austérité en zone euro s'atténuerait, quoiqu'elle se poursuivrait très intensément dans les pays encore en déficit, qui sont également ceux dans lesquels les multiplicateurs budgétaires sont les plus élevés.

Dans un contexte de multiplicateurs élevés, l'effort budgétaire a un coût en termes d'activité. Cette expression, [reprise de Marco Buti](#), économiste en chef de la Commission européenne, sonne à la fois comme un aveu et comme un euphémisme. Un aveu parce que la prise de conscience de la valeur élevée des multiplicateurs budgétaires a été tardive et

a été trop longtemps négligée ; [Olivier Blanchard et David Leigh](#) rappellent que cette méprise se traduit dans les erreurs systématiques de prévision et que ces erreurs ont été d'autant plus grandes que la situation des pays était dégradée et que les efforts de réduction des déficits étaient importants.

Mais cette méprise a également conduit à ce que les espoirs de réduction des déficits publics soient déçus. L'impact plus fort que « prévu » des plans d'austérité sur l'activité implique des recettes fiscales moins importantes, donc une réduction moins grande du déficit public. Mais, en voulant coûte que coûte respecter des objectifs nominaux de déficits, les Etats n'ont fait qu'accentuer l'effort budgétaire.

L'aveu pourrait laisser penser que l'erreur était inévitable et que la leçon en a été tirée. Il n'en est rien. D'une part, depuis 2009, de [nombreuses voix](#) se sont élevées pour prévenir que les multiplicateurs pouvaient être plus élevés qu'en « temps normal », que la possibilité d'une consolidation expansive telle que décrite et documentée par Alberto Alesina était un leurre fondé sur une mauvaise interprétation des données, et que le risque de négliger l'impact de la consolidation sur l'activité était réel.

En octobre 2010, le FMI, sous l'impulsion déjà d'Olivier Blanchard, décrivait les risques à poursuivre une consolidation trop brutale. Ainsi, la prise de conscience générale du début de l'année 2013 semble céder à l'accumulation d'éléments empiriques tellement importants que la thèse opposée est indéfendable. Mais le dommage a été fait.

La leçon n'en a pas été tirée non plus. Selon la Commission européenne, les multiplicateurs *étaient* élevés [\[1\]](#). L'utilisation du temps passé révèle la nouvelle position de la Commission européenne : si les multiplicateurs *étaient* élevés, ils sont désormais revenus à leur valeur d'avant la crise. Cela signifie que selon la Commission européenne, la zone euro est à nouveau dans une situation de « conjoncture normale ».

L'argument est ici théorique et non empirique. En temps normal, les agents économiques seraient « ricardiens », au sens que Robert Barro a donné à ce terme. Ils pourraient donc lisser leurs choix de consommation ou d'investissement et ne seraient pas contraints par leur revenu à court terme. Les multiplicateurs seraient donc bas, voire nuls. La consolidation budgétaire (qui est le nom donné à ces efforts budgétaires sans précédent conduits depuis 2010 en zone euro) pourrait donc continuer, cette fois-ci sans les désagréments observés précédemment. Cet argument est sans aucun doute pertinent en théorie mais son utilisation en pratique, aujourd'hui, laisse songeur. C'est en effet bien vite oublier que nous sommes dans une situation de chômage élevé, que le chômage de longue durée s'accroît, que les bilans d'entreprises sont encore dévastés par la chute d'activité amorcée en 2008, jamais récupérée, sauf en Allemagne, que les banques elles-mêmes peinent à afficher une situation conforme aux règles comptables et que la directrice générale du FMI, Madame Christine Lagarde, exhorte à la fermeture de quelques-unes d'entre elles. C'est donc oublier que ce fameux crédit supposé lisser la consommation ou l'investissement s'effondre, *credit crunch* rampant mais puissant. C'est oublier que dans cette époque où l'injonction de préférer le secteur privé au secteur public se fait plus forte que jamais, la panique sur les marchés financiers conduit les détenteurs d'épargne et les décideurs des placements à choisir la dette souveraine d'Etats et à accepter une rémunération inférieure à 2 % à 10 ans. Et ce malgré les dégradations par les agences de notation, parce que ces Etats sont perçus (et « *pricés* » pour suivre le dialecte des salles de marché) comme présentant le risque le plus faible. Paradoxe d'une époque où l'on se soumet volontairement à la taxation en acceptant un taux réel négatif sur ses placements et en payant chèrement une assurance contre le défaut.

Si donc l'aveu paraît tardif et sans grande conséquence sur le dogme pour sortir de la crise, il procède également par

euphémisme. Car que sont ces coûts auxquels Marco Buti fait référence ? Le prix à payer pour une situation budgétaire inextricable ? Un mauvais moment à passer avant d'en revenir à un futur assaini ? C'est bien en ne voulant pas se lancer dans l'analyse détaillée de ce que l'on risque à poursuivre cette stratégie économique, dont on a finalement reconnu qu'elle avait été mal calibrée, que l'on passe à côté du plus important. En poursuivant un objectif à court terme de consolidation, alors que les multiplicateurs budgétaires sont élevés, on maintient ou renforce les conditions qui font que les multiplicateurs budgétaires sont élevés. On prolonge ainsi la période de chômage et de sous-emploi des capacités. On empêche le désendettement privé, point de départ de la crise et on induit la continuation de la crise.

L'effort budgétaire est donc décevant à court terme, puisque la conséquence d'un multiplicateur élevé est que le déficit public se réduit moins qu'espéré, voire ne se réduit pas. La dette publique quant à elle augmente, l'effet du dénominateur l'emportant sur le ralentissement de la hausse du numérateur (voir le [rapport iAGS](#) pour une discussion et une formalisation simple). Les exemples sont nombreux, le plus récent en date étant la France, le plus spectaculaire l'Espagne. Mais, la déception n'est pas qu'à court terme. La persistance d'une croissance nulle, de la récession, modifie les anticipations de croissance future : ce qui était analysé il y a quelques trimestres comme un déficit public conjoncturel est considéré aujourd'hui comme structurel. Mais la déception modifie aussi le potentiel futur. Les effets d'hystérèse sur le marché du travail, de moindre R&D, de retard pris dans les infrastructures, voire, comme on l'observe maintenant dans les pays d'Europe du Sud, les coupes dans l'éducation, dans la lutte contre la pauvreté ou dans l'insertion des populations immigrées obscurcissent les perspectives de long terme.

En 2013 puis en 2014, l'ensemble des pays développés continuera l'effort de consolidation budgétaire. Pour certains

pays, ce sera la répétition et donc l'accumulation d'un effort sans précédent pendant 5 années consécutives. L'Espagne s'engagerait ainsi dans un effort budgétaire cumulé de plus de 8 points de PIB ! À quelques exceptions près le chômage continuera d'augmenter dans les pays développés, jusqu'à produire une situation de chômage involontaire dépassant la capacité des systèmes nationaux d'assurance chômage à remplacer les revenus salariaux perdus, d'autant qu'ils sont sous la pression des coupes budgétaires. Dans ce contexte, la déflation salariale commence par les pays les plus touchés. Mais, puisque la zone euro est un espace de changes fixes, cette déflation salariale ne pourra que se transmettre aux autres pays. Il y aura là un nouveau levier par lequel la crise se prolongera. Lorsque les salaires décroissent, l'accès au système financier pour lisser les choix des agents économiques devient impossible. Les dettes que l'on cherche à réduire depuis le début de la crise vont s'apprécier en termes réels. La déflation par la dette deviendra le nouveau vecteur du piège de la crise.

Il existe, face à cette situation, un argument particulièrement spécieux pour en justifier le déroulement. Il est qu'il n'y avait pas d'alternative. Que l'histoire avait été écrite avant 2008 et que les erreurs de politique économique commises avant la crise rendaient celle-ci inévitable. Que surtout, tout autre choix, comme reporter la consolidation des finances publiques à une conjoncture où les multiplicateurs budgétaires sont plus bas n'était tout simplement pas possible. La pression des marchés, la nécessité de restaurer la crédibilité perdue avant 2008, obligeait à une action prompte. Que si cette action n'avait pas été menée telle qu'elle a été menée, alors, le pire se serait produit. Eclatement de l'euro, défaut sur les dettes publiques ou privées auraient plongé la zone euro dans une dépression comparable à celle des années 1930, voire pire. Ainsi, l'effort considérable qui a été accompli a permis d'éviter un désastre et le résultat de cet effort est, somme toute, très

encourageant.

Mais cet argument oublie les risques qui sont pris aujourd'hui. La déflation, la prolongation du chômage de masse, la désagrégation des Etats sociaux, le discrédit de leurs politiques, la diminution du consentement à l'impôt portent en eux des menaces sourdes dont nous ne faisons qu'entrevoir les conséquences. Et surtout, il écarte l'alternative qui aurait été pour la zone euro d'exercer sa souveraineté et d'afficher sa solidarité. Il repose sur l'idée que la discipline budgétaire des Etats doit se régler par l'accès au marché. Il occulte que la dette publique et la monnaie sont indissociables. Cette alternative existe ; elle passe par une mutualisation des dettes publiques en zone euro ; elle demande un saut vers un transfert de souveraineté ; elle demande de compléter le projet européen.

[1] « With fiscal multipliers higher than in normal times, the consolidation efforts have been costly in terms of output and employment. » Marco Buti et Karl Pichelmann, ECFIN *Economic Brief Issue 19*, février 2013, *European prosperity reloaded: an optimistic glance at EMU@20*.

Chypre : Aphrodite à la rescousse ?

par [Céline Antonin](#) et [Sandrine Levasseur](#)

Pendant deux semaines, Chypre a fait trembler l'Union européenne. Si la crise bancaire que traverse l'île a autant retenu l'attention, ce fut essentiellement pour deux raisons. D'abord parce que les tergiversations autour du plan d'aide ont conduit à une crise de confiance autour de la garantie des dépôts ; ensuite, parce c'était la première fois que l'Union européenne laissait une banque faire faillite sans venir à son secours. Si ce mode de résolution de la crise chypriote apparaît comme une avancée institutionnelle[1], dans la mesure où les investisseurs sont mis devant leurs responsabilités et les citoyens n'ont plus à payer pour les errements des banques, l'impact de cette purge sur l'économie réelle de Chypre sera néanmoins massif. Fortement dépendante de son secteur bancaire et financier, l'île sera vraisemblablement confrontée à une violente récession et devra réinventer un modèle de croissance dans les années à venir. En la matière, l'exploitation des ressources gazières nous semble une perspective intéressante qu'il ne faut pas écarter dans le moyen/long terme.

Pour comprendre ce qui se joue actuellement à Chypre, rappelons brièvement les faits. Le 25 juin 2012, Chypre a demandé une aide financière à l'UE et au FMI, essentiellement destinée à renflouer ses deux principales banques (Laïki Bank et Bank of Cyprus), dont les pertes sont évaluées à 4,5 milliards d'euros en raison de leur forte exposition à la Grèce. Ainsi, les banques chypriotes ont été touchées à la fois par la dépréciation des actifs grecs contenus dans leur bilan et par l'effacement partiel de la dette grecque (plan PSI de mars 2012[2]) au moment du second plan d'aide. Chypre estimait avoir besoin de 17 milliards d'euros au total sur quatre ans pour soutenir son économie et ses banques, soit près d'un an de PIB de l'île (17,9 milliards d'euros en 2012). Mais ses bailleurs de fonds n'étaient pas prêts à lui accorder cette somme : la dette du pays, qui atteignait déjà 71,1 % du PIB en 2011, serait devenue insoutenable. Le FMI et la zone euro sont donc tombés d'accord sur un prêt plus faible, d'un

montant maximal de 10 milliards d'euros (9 milliards financés par la zone euro, 1 milliard par le FMI) pour recapitaliser les banques chypriotes et financer les besoins budgétaires de l'île pendant trois ans. De son côté Chypre était sommée de trouver les 7 milliards d'euros restant *via* plusieurs réformes : des privatisations, une hausse de l'impôt sur les sociétés de 10 à 12,5 %, et une taxe exceptionnelle sur les dépôts bancaires.

Dans un premier temps[3], Nicosie a décidé d'instaurer une taxe exceptionnelle de 6,75 % sur les dépôts bancaires entre 20 000 et 100 000 euros et de 9,9 % au-delà de 100 000 euros, ainsi qu'une retenue à la source sur les intérêts de ces dépôts. Devant l'ampleur de la contestation sociale, le gouvernement a revu sa copie et la taxation des dépôts s'est commuée en faillite et restructuration bancaires. La solution retenue concerne les deux principales banques du pays, Laïki Bank et Bank of Cyprus. Laïki est fermée et a été scindée en deux : d'une part une « *good bank* » qui recevra au passif les dépôts sécurisés (inférieurs à 100 000 euros) et les prêts de la BCE à Laïki[4], mais récupérera également ses actifs et sera *in fine* absorbée par Bank of Cyprus ; d'autre part une « *bad bank* » destinée à accueillir les actions, obligations, dépôts non sécurisés (supérieurs à 100 000 euros), qui seront utilisés pour éponger les dettes de Laïki, selon l'ordre de priorité associé aux liquidations bancaires (les déposants étant remboursés en premier). Outre l'absorption de la « *good bank* » issue de Laïki, Bank of Cyprus gèlera ses dépôts non sécurisés, dont une partie sera convertie en actions pour participer à sa recapitalisation. Pour éviter une fuite des dépôts, des mesures provisoires[5] de contrôle des capitaux ont été mises en place.

Ce plan inaugure un changement de paradigme dans le mode de résolution des crises bancaires au sein de l'Union européenne. Au début de la crise de la zone euro, et dans le cas emblématique de l'Irlande, l'Union européenne considérait, en

vertu du « *too big to fail* », qu'il fallait épargner les créanciers en cas de pertes et faire appel au contribuable européen. Mais dès 2012, avant la déclaration de Jeroen Dijsselbloem, la doctrine européenne avait déjà commencé à s'infléchir[6]. Ainsi, le 6 juin 2012, la Commission européenne a proposé une directive sur le redressement et la résolution des défaillances d'établissements de crédit, prévoyant de mettre à contribution les actionnaires et les créanciers obligataires[7]. Cela étant, les règles sur les créanciers ne devaient s'appliquer qu'à partir de 2018, après approbation du texte par le Conseil et le Parlement européen. Or, avec la crise chypriote, ce mode de résolution est en train d'être testé expérimentalement.

De lourdes conséquences sur l'économie réelle

La situation du pays avant 2008

Dans la période précédant la crise économique mondiale, Chypre est une économie prospère qui frôle même l'état de surchauffe en 2007. Sur la période 2000-2006, la croissance du PIB a été, en moyenne, de 3,6 % par an, croissance qui atteint 5,1 % en 2007. Le taux de chômage est faible (4,2 % en 2007), la main-d'œuvre faisant même défaut du fait d'une forte émigration des ressortissants chypriotes vers d'autres pays de l'UE. L'afflux de travailleurs étrangers à Chypre permet de contenir les salaires. Financés en grande partie à crédit, la consommation des ménages et, encore plus, l'investissement des entreprises, sont particulièrement dynamiques à partir de 2004, pour atteindre en 2007 un taux de croissance de respectivement 10,2 % et 13,4 %. L'inflation est modérée et, dans ce contexte globalement positif, Chypre se qualifie pour adopter l'euro au 1^{er} janvier 2008.

Dans cette période de pré-crise, l'économie chypriote – une petite économie très ouverte – repose essentiellement sur deux secteurs d'activité : le secteur du tourisme et celui des services financiers (voir *infra*).

Les deux secteurs clés de l'économie chypriote

Les revenus touristiques (tableau 1) représentent une manne financière relativement stable pour l'économie chypriote. Ces revenus (hors cycle) représentent environ 2 milliards d'euros chaque année [8]. En part de PIB, le poids des revenus touristiques a cependant diminué de moitié depuis 2000 pour atteindre moins de 11 % en 2012. De même, le poids des revenus touristiques dans les exportations de services a fortement chuté au cours de la dernière décennie : en 2012, ils en représentent 27 % (contre 45 % en 2000). Sur les 15 dernières années, le nombre de touristes a oscillé grossièrement entre 2,1 millions (en 2009) et 2,7 millions (en 2000) pour une population résidente à Chypre de l'ordre de 850 000 personnes.

Les services financiers constituent l'autre poids lourd de l'économie chypriote (tableau 2). Deux chiffres illustrent clairement ce poids : les avoirs bancaires ont représenté plus de 7,2 fois le PIB en 2012 (avec un maximum de 8,3 atteint en 2009) et le stock d'IDE du secteur « Finance & Assurance » est évalué à plus de 35 % du PIB, soit plus de 40 % de l'ensemble des IDE entrants.

Tableau 1. Poids du tourisme à Chypre

	2000	2004	2009	2012
Revenus touristiques				
En millions d'€	2 040,1	1 678,4	1 493,2	1 926
En % du PIB	20,5	13,3	8,9	10,8
Par touriste (en €)	759	715	697	781
En % des exportations de services	44,8	32,6	25,0	26,8
Touristes (milliers de personnes)	2 686	2 349	2 141	2 465

Source : Banque centrale de Chypre et office statistique national; calculs des auteurs.

Tableau 2. Poids du secteur bancaire à Chypre

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Avoirs bancaires						
En milliards (d'€)	92,9	118,1	139,4	135,0	131,6	128,1
Rapporté au PIB	5,8	6,9	8,3	7,8	7,3	7,2
Stock d'IDE du secteur "Finance&Assurance"						
En milliards (d'€)						6,4
En % du PIB						35,6
En % du total des IDE (en %)						41,6

Source : Banque centrale de Chypre et office statistique national; calculs des auteurs.

Source de richesse importante pour l'économie chypriote, ces deux secteurs ont joué un rôle important, au moins jusqu'en 2007, en compensant (partiellement) le déficit considérable de la balance des biens, lequel se creuse continûment depuis le début des années 1990, et fluctue aux alentours de 30 % du PIB depuis 2000 (tableau 3). Le poste « carburants » pèse de façon croissante dans les importations chypriotes, essentiellement du fait de l'augmentation des prix du pétrole : la facture énergétique a ainsi été multipliée par 3 au cours de la dernière décennie, progressant de 461 millions d'euros en 2000 à 1,4 milliards en 2011. En pourcentage du PIB, l'accroissement de la facture énergétique est également très visible, puisqu'elle est passée de 5 % du PIB en 2000 à 8 % en 2011.

Réduire la taille du secteur financier pose donc la question du nouveau modèle de croissance de l'économie chypriote, celle de sa « conversion industrielle ».

Tableau 3. Extrait de la balance des paiements de Chypre

En millions d'€ (sauf mention contraire)

		2000	2004	2007	2008	2009	2010	2011
Balance des biens								
Exports	Total	1 011	936	1 083	1 190	971	1 137	1 404
	dont "Ré-exports"	600	521	578	643	491	570	777
Imports	Total	4 104	4 578	6 353	7 367	5 692	6 517	6 311
	dont "carburants"	461	503	895	1 247	880	1 157	1 381
Exports - Imports	Total	-3 093	-3 641	-5 271	-6 176	-4 721	-5 381	-4 907
	Total (en % du PIB)	-31 %	-29 %	-33 %	-36 %	-28 %	-31 %	-27 %
Balance des services								
Exports	Total	4 552	5 147	6 579	6 538	5 779	6 049	6 262
Imports	Total	1754,40	2 201	2 841	2 937	2 416	2 467	2 676
Exports - Imports	Total	2 797	2 946	3 739	3 601	3 363	3 583	3 586
	Total (en % du PIB)	28 %	23 %	24 %	21 %	20 %	21 %	20 %
Balance des biens et services								
Exports - Imports	Total	-295	-696	-1 532	-2 575	-1 358	-1 798	-1 321
	Total hors "carburants"	165	-192	-637	-1 328	-479	-641	60
	Total (en % du PIB)	-3 %	-6 %	-10 %	-15 %	-8 %	-10 %	-7 %
	Total hors "carburants" (en % du PIB)	2 %	-2 %	-4 %	-8 %	-3 %	-4 %	0 %

Source : Office statistique national, Eurostat et banque centrale de Chypre. Calculs des auteurs.

La tentation de sortir de l'euro

Le plan décidé par la troïka met à mal le modèle de croissance de l'île : en pénalisant l'hyperfinanciarisation du pays, il condamne Chypre à plusieurs années de récession. Pour éviter une longue convalescence, l'idée de sortie de la zone euro semble ressurgir, comme dans le cas grec. Pourtant, une sortie de la zone euro est loin d'être une solution miracle. Certes, retrouver sa souveraineté monétaire offre indéniablement des avantages, que décrivent C. Antonin et C. Blot dans une note sur les [cas comparés de l'Irlande et de l'Islande](#) : d'une part, la dévaluation interne (par la baisse des salaires) serait moins efficace que la dévaluation externe (par le taux de change) ; d'autre part, la consolidation budgétaire s'avère moins coûteuse lorsqu'elle est accompagnée d'une politique de change favorable. Pourtant, étant donné la structure de l'économie chypriote, une sortie de l'euro ne nous semble pas souhaitable.

En effet, en sortant de l'euro, la banque centrale chypriote émettrait une nouvelle livre. En supposant qu'elle reste convertible, cette monnaie se déprécierait vis-à-vis de l'euro. A titre de comparaison, entre juillet 2007 et décembre 2008, la couronne islandaise a perdu 50 % de sa valeur vis-à-vis de l'euro. Cette dépréciation aurait deux conséquences :

– Une amélioration de la compétitivité (le taux de change réel s'est apprécié de 10 % depuis 2000) ce qui permettrait de relancer les exportations et de résorber une partie du déficit de la balance des biens et services (tableau 1). En effet, depuis l'adhésion de Chypre à l'Union européenne en 2004, celle-ci s'est dégradée sous l'effet de plusieurs facteurs : le ralentissement de l'inflation à partir de 2004 lié à l'ancrage de la monnaie à l'euro, qui a favorisé la hausse des salaires réels à un rythme plus fort que les gains de productivité d'une part ; le boom du crédit bancaire, avec la baisse substantielle des primes de risques sur les prêts à la suite de l'adhésion à l'UE, d'autre part [\[9\]](#). La consommation a été favorisée, la compétitivité de l'économie chypriote s'est dégradée, et les importations se sont accrues. Sortir de l'euro pourrait-il renverser la tendance ? C'est l'argument de [Paul Krugman qui défend la sortie de Chypre de la zone euro](#) en évoquant un boom touristique et le développement de nouvelles branches fondées sur l'exportation. Or, d'après nos calculs, une dépréciation du taux de change réel de 50 % donnerait lieu à une augmentation des exportations en valeur de 500 millions d'euros, dont 150 millions provenant de revenus touristiques supplémentaires [\[10\]](#). Quant aux importations, elles sont faiblement substituables, car composées d'énergie, de biens d'équipement et de consommation. Etant donné la faiblesse de l'industrie, le pays ne peut pas envisager de reconversion industrielle majeure à court ou moyen terme. Par conséquent, l'amélioration de la balance des biens serait limitée. En outre, l'inflation progresserait, notamment par le canal de l'inflation importée, ce qui amplifierait la baisse du pouvoir

d'achat des ménages et atténuerait les gains de compétitivité.

– En outre, la dévaluation alourdirait considérablement le fardeau de la dette publique restant à rembourser, mais également celui des dettes privées libellées en monnaie étrangère. A Chypre, la dette extérieure nette est faible, et représente 41 % du PIB en 2012. En revanche, la dette publique atteint plus de 70 % du PIB, soit 12,8 milliards d'euros. 99,7 % de la dette publique est libellée en euros ou dans une monnaie participant au Mécanisme de change européen (donc arrimée à l'euro), et 53 % de cette dette est détenue par des non-résidents. En outre, le déficit est de 6,3 % du PIB. Si Chypre sortait de l'euro, elle ferait certainement défaut sur une partie de sa dette publique, ce qui priverait momentanément le pays de l'accès aux capitaux étrangers, et l'obligerait à un rééquilibrage budgétaire violent, à l'instar de l'Argentine en 2001.

L'exploitation des ressources gazières

La crise chypriote remet en avant la question des richesses en gaz naturel, découvertes au sud de l'île au début des années 2000. Selon *US Geological Survey*, le bassin du Levant situé entre Chypre et Israël pourrait contenir 3 400 milliards de m³ de ressources gazières. A titre de comparaison, [l'ensemble de l'UE disposerait de 2 400 milliards de m³](#) (en Mer du Nord essentiellement).

Chypre dispose donc *a priori* d'une manne gazière importante, même si l'ensemble des gisements ne se trouve pas dans sa Zone Economique Exclusive (ZEE). A l'heure actuelle, seule une parcelle sur douze appartenant à la ZEE chypriote a donné lieu à des forages d'exploration et, en décembre 2011, un gisement de 224 milliards de m³ de gaz naturel a été découvert. Selon le gouvernement chypriote, la valeur de ce gisement, baptisé Aphrodite, est estimée à [100 milliards d'euros^{\(iii\)}](#). L'exploration des onze autres parcelles appartenant à la ZEE chypriote

pourrait s'avérer fructueuse (voire très fructueuse) en ressources gazières. Reste que les concessions d'exploration de ces onze parcelles étant en cours d'attribution par les autorités chypriotes, l'UE aurait pu se saisir de cette (triste) occasion que constituait la demande financière pour gager une partie de l'aide accordée à Chypre sur son potentiel gazier. Pourquoi l'UE n'a-t-elle pas saisi une telle occasion ?

Pour l'UE, la découverte de réserves gazières est une bonne nouvelle dans le sens où l'exploitation des gisements lui permettrait de réaliser une diversification énergétique qui lui tient tant à cœur. Toutefois, plusieurs problèmes se posent, problèmes qui viennent assombrir les perspectives d'exploitation très prochaine du gaz chypriote. Tout d'abord, la découverte de réserves gazières dans le bassin du Levant a ravivé des tensions avec la Turquie, laquelle occupe la partie Nord de l'île de Chypre et estime avoir des droits sur l'exploitation gazière. La multiplication des manœuvres militaires par la Turquie pour imposer sa présence dans les zones de prospections gazières pourrait conduire à une escalade de la violence dans la région et ce, d'autant plus que les autorités chypriotes-grecques (partie Sud) se sont rapprochées d'Israël pour défendre les réserves gazières [\[12\]](#). Ensuite, même à supposer que le différend gréco-turc soit résolu, l'exploitation du gaz nécessite de lourds investissements en infrastructures, notamment la construction d'un méthanier dont le coût est estimé à 10 milliards d'euros. Enfin, le retour sur investissement ne sera pas immédiat puisqu'il faut au moins 8 ans pour mettre en place les infrastructures nécessaires. Dans ces conditions, on comprend pourquoi l'UE n'a pas saisi l'occasion de gager une partie de l'aide accordée à Chypre sur ces ressources gazières : l'exploitation en est encore trop incertaine et, de toute façon, à un horizon beaucoup trop lointain (au regard de l'immédiateté de la réponse à la crise). De plus, l'UE serait vraisemblablement en porte-à-faux avec plusieurs pays. Si l'UE

soutient Chypre dans le différend gazier, cela revient à soutenir Israël alors que, dans le même temps, l'Union européenne poursuit les négociations d'adhésion avec la Turquie et cherche à construire de bonnes relations dans la région, notamment avec les régimes issus du « printemps arabe ». En outre, deux projets de gazoduc sont déjà en concurrence : le projet *South Stream*, reliant la Russie à l'Europe de l'Ouest à horizon 2015, et *Nabucco*, reliant l'Iran, via la Turquie, à l'Europe de l'Ouest à partir de 2017. Un nouveau gazoduc reliant les réserves chypriotes au continent européen réduirait davantage le pouvoir de négociation de la Russie, en déplaçant plus le centre de gravité du gaz vers le Sud. Cela favoriserait davantage l'écartèlement et donc les dissensions géopolitiques de l'Europe, partagée entre une Europe du Nord (notamment l'Allemagne) fournie par la Russie, et une Europe du Sud dépendante du Moyen Orient et de la Turquie.

Conclusion

Si dans l'immédiateté de la crise, l'UE a choisi la bonne solution (celle de la « *bad* » et de la « *good* » *bank*), se pose à moyen/long terme la question du nouveau modèle de croissance de l'économie chypriote. Compte tenu des avantages comparatifs de Chypre, l'exploitation du gaz naturel nous semble constituer la seule solution sérieuse de reconversion de l'économie. Or, pour que cette stratégie de reconversion soit possible, il faudra que l'UE prenne clairement position en faveur de Chypre dans le différend gréco-turc.

L'exploitation de gaz, outre l'autosuffisance énergétique qu'elle procurerait à Chypre, serait une source de revenu importante pour l'île. La facture énergétique cesserait d'être un poids pour sa balance des paiements (tableau 1). Ceci est d'autant plus important que le tourisme (autre pilier de l'économie), s'il semble procurer (hors cycle) une source de revenu stable depuis 2000, n'est à l'abri ni d'événements géopolitiques dans la région, ni d'une nouvelle concurrence en

matière de destination touristique provenant notamment des pays du « printemps arabe ». Prêtons-nous à un calcul simple. Imaginons que Chypre réussisse à maintenir ses revenus touristiques au niveau des 2 milliards (une hypothèse qui, malgré les bémols précédemment énoncés, n'en demeure pas moins réaliste), alors en l'absence de reconversion industrielle, si le poids du secteur bancaire dans l'économie est réduit de moitié (comme souhaité par la troïka et le bon sens commun), le PIB chypriote retournerait à son niveau de 2003, soit un peu moins de 12 milliards d'euros. Et le PIB par tête serait réduit environ du tiers...

Les enjeux de la reconversion sont donc importants pour l'économie chypriote, comme d'ailleurs pour les autres économies en crise. Sauf qu'à Chypre, il y a Aphrodite.

[1] Voir [Henri Sterdyniak et Anne-Laure Delatte, « Chypre : un plan bien pensé, un pays ruiné... », blog de l'OFCE](#), mars 2013.

[2] Voir Céline Antonin, [Le retour à la drachme serait-il un drame insurmontable ?](#), Note de l'OFCE n° 20, 19 juin 2012.

[3] Pour le détail des tergiversations autour du plan d'aide, on pourra se reporter à [Jérôme Creel, Le cas « chypri-hot », blog de l'OFCE](#), mars 2013

[4] Ces prêts, accordés *via* l'ELA (Emergency Liquidity Assistance) représentent 9 milliards d'euros.

[5] L'article 63 du Traité de l'Union européenne interdit les restrictions aux mouvements de capitaux, mais l'article 64 b autorise les membres à prendre des mesures de contrôle justifiées par des motifs liés à l'ordre public ou à la

sécurité publique.

[6] « *Si une banque ne peut se recapitaliser elle-même, alors nous discuterons avec les actionnaires et les créanciers obligataires, nous leur demanderons de contribuer en recapitalisant la banque et, si nécessaire, nous le demanderons aux détenteurs de dépôts non garantis*», déclaration de Jeroen Dijsselbloem le 25 mars 2013 au *Financial Times*.

[7]

<http://www.revue-banque.fr/risques-reglementations/breve/les-c-reanciers-des-banques-mis-contribution>

[8] Les revenus touristiques de Chypre dépendent essentiellement des touristes britanniques (43 % en 2011), russes (14 %), allemands et grecs (6,5 % chaque).

[9] Sur les facteurs de dégradation du compte courant, voir [Natixis, Retour sur la crise chypriote, novembre 2012](#).

[10] Estimation réalisée à partir des élasticités calculées par le [FMI](#).

[11] Non loin d'Aphrodite, 700 milliards de m³ de gisements ont été découverts dans la ZEE Israélienne, preuve que la région est riche en gaz.

[12] Les tensions entre Chypre (partie Sud) et Israël ont été résolues (pacifiquement) par la signature d'un traité en décembre 2010 délimitant leurs ZEE respectives. Les deux entités envisagent également de coopérer pour la construction d'infrastructures communes en vue d'exploiter le gaz. Voir [l'analyse de Angélique Palle](#) sur les conséquences géopolitiques liées aux découvertes de ressources gazières dans le bassin du Levant.

Et si l'austérité budgétaire avait mieux réussi en France qu'ailleurs ? [1]

par [Mathieu Plane](#)

Face à la dégradation rapide et explosive des comptes publics, les pays industrialisés, notamment européens, ont mis en place, pour certains dès 2010, des politiques de rigueur de grande ampleur de façon à réduire rapidement leurs déficits publics. Dans un tel contexte, plusieurs questions concernant la politique budgétaire de la France méritent d'être creusées :

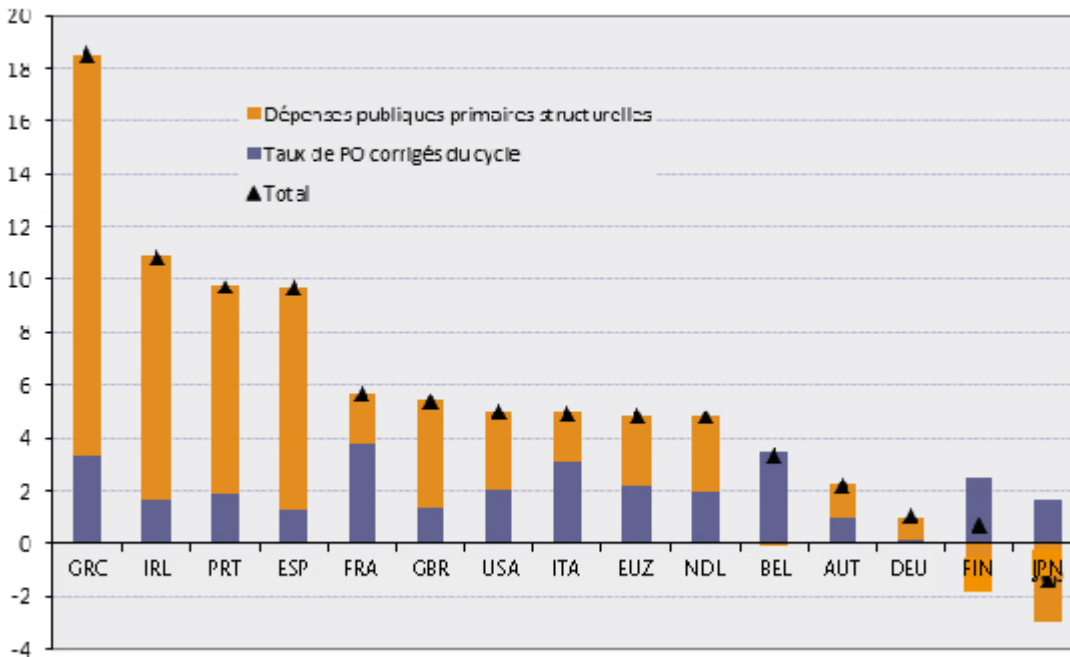
– Premièrement, est-ce que la France a fait plus ou moins d'efforts budgétaires que les autres pays de l'OCDE pour redresser ses comptes publics ?

– Deuxièmement, y-a-t-il une singularité dans l'austérité budgétaire menée en France et a-t-elle eu plus ou moins de répercussion sur la croissance et le niveau du chômage ?

A l'exception notable du Japon, tous les grands pays de l'OCDE ont mis en place des politiques visant à réduire leur déficit structurel primaire [\[2\]](#) entre 2010 et 2013. Selon les [derniers chiffres de l'OCDE](#), ces politiques représentent un effort budgétaire d'environ 5 points de PIB sur trois ans en moyenne dans la zone euro, aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. En revanche, au sein de la zone euro, les différences sont très fortes : elles vont de seulement 0,7 point en Finlande à plus de 18 points en Grèce. Parmi les grands pays industrialisés de l'OCDE, la France est, après l'Espagne, le

pays qui a fait le plus d'effort budgétaire d'un point de vue structurel depuis 2010 (5,7 points de PIB sur trois ans). Depuis la Seconde Guerre mondiale, jamais la France n'avait connu un ajustement aussi brutal et soutenu de ses comptes publics. Pour mémoire, la période précédente de forte consolidation budgétaire, qui a eu lieu de 1994 à 1997, a représenté un effort budgétaire pratiquement deux fois moins important (impulsion budgétaire négative cumulée de 3,3 points de PIB). Entre 2010 et 2013, le taux de prélèvements obligatoires (PO) corrigé du cycle augmenterait en France de 3,8 points de PIB et l'effort structurel sur la dépense publique représenterait un gain de 1,9 point de PIB sur quatre ans (graphique 1). Parmi les pays de l'OCDE, c'est en France que la hausse des taux de PO, corrigée du cycle, a été la plus forte sur la période 2010-2013. Au final, de 2010 à 2013, l'effort structurel de réduction du déficit public porte pour deux tiers sur la hausse des prélèvements obligatoires et un tiers sur la dépense publique. Cette répartition est différente de celle que l'on observe en moyenne dans la zone euro où l'effort budgétaire porte, sur la période, 2010-13, à près de 60 % sur la réduction de la dépense publique, atteignant même plus de 80 % en Espagne, Portugal, Grèce et Irlande. A l'inverse, pour la Belgique, l'intégralité de l'effort budgétaire porte sur la hausse des taux de prélèvements. Et dans le cas de la Finlande, la dépense publique primaire structurelle, en points de PIB potentiel, a augmenté sur la période 2010-2013, celle-ci étant plus que compensée par l'augmentation des taux de PO.

Graphique 1. Contribution de chacune des composantes à la variation du solde structurel primaire entre 2010 et 2013 selon les pays

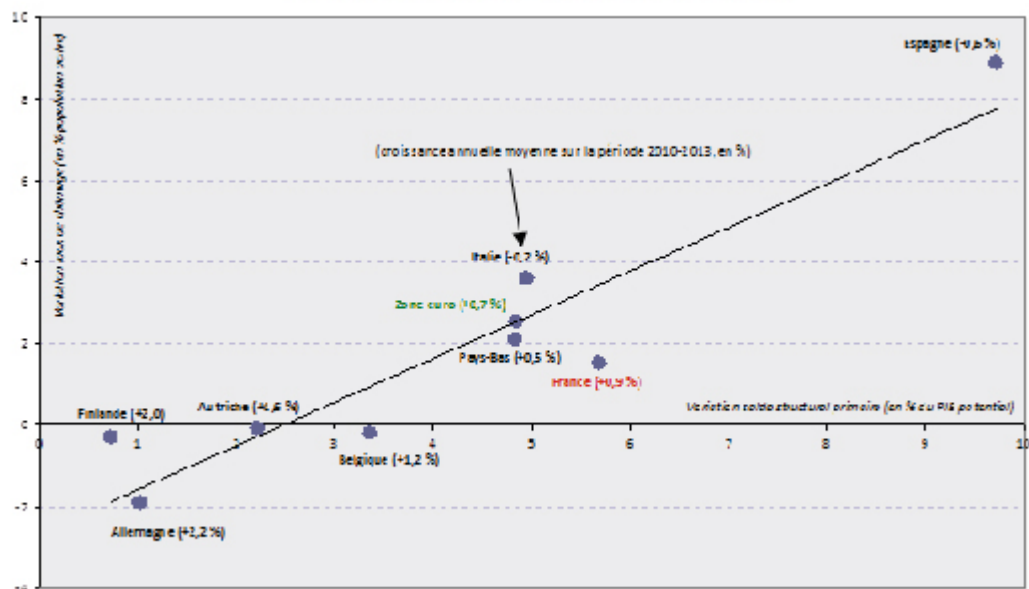


Sources : OCDE, calculs OFCE.

Si indéniablement, les efforts budgétaires conséquents de la France ont eu des effets négatifs sur l'activité et l'emploi, il n'en reste pas moins que les choix budgétaires opérés par les différents gouvernements depuis 2010 semblent avoir relativement moins affecté la croissance et le marché du travail que la plupart des autres pays de la zone euro. Au sein de la zone euro à 11, de 2010 à 2013 seuls quatre pays ont connu une croissance moyenne supérieure à 1 % par an et n'ont pas vu leur taux de chômage augmenter, parfois même diminuer : c'est le cas de l'Allemagne, de la Finlande, de l'Autriche et de la Belgique. Or, ces quatre pays sont aussi ceux qui ont le moins réduit leur déficit public structurel sur la période 2010-2013. A l'inverse, la France fait partie des pays qui ont réalisé le plus d'effort structurel depuis 2010 et elle a dans le même temps réussi à contenir relativement l'augmentation du chômage. En effet, par rapport aux Pays-Bas, l'Italie ou la moyenne de la zone euro, la politique budgétaire a été plus restrictive de près de 1 point de PIB de 2010 à 2013 et pourtant le taux de chômage a augmenté de 40 % de moins qu'aux Pays-Bas, 60 % de moins que dans la moyenne de la zone euro et plus de deux fois moins

qu'en Italie. De même la croissance en France a été supérieure en moyenne sur cette période : 0,9 % par an contre 0,5 % aux Pays-Bas, 0,7 % dans la zone euro et -0,2 % en Italie.

Graphique 2. Variation entre 2010 et 2013 du solde public structurel primaire et du taux de chômage (et de la croissance en moyenne sur la période)



Sources : OCDE perspectives économiques novembre 2012, calculs OFCE.

Pourquoi la contraction budgétaire française a-t-elle eu moins d'impact sur la croissance et l'emploi que dans la plupart des autres pays ? Au-delà des fondamentaux de l'économie, certains éléments laissent à penser que les choix budgétaires opérés par les gouvernements successifs depuis 2010 auraient permis d'obtenir des multiplicateurs budgétaires plus faibles que les autres pays. Après la Finlande et la Belgique, la France est le pays dont la contribution de la dépense publique à la réduction du déficit structurel est la plus faible. [Comme l'illustrent de récents travaux](#), notamment [ceux du FMI](#) ou [l'article signé par des économistes issus de banques centrales européennes et américaines, de la Commission européenne, de l'OCDE et du FMI](#), en ciblant un ajustement budgétaire par la hausse des prélèvements plutôt que par la baisse de la dépense publique, la [France aurait un multiplicateur budgétaire à court terme plus faible](#) que ce qu'on observe dans d'autres pays ayant fait le choix inverse (Grèce, Portugal, Irlande et Espagne). Et, dans le cas de la France, près de 50 % de l'ajustement budgétaire a été réalisé par une augmentation de

la fiscalité directe sur le revenu des ménages et des sociétés (tableau 1). Or, il semblerait, à l'instar des Etats-Unis, de la Belgique et de l'Autriche qui ont réalisé, entre 50 % et 75 % de leur ajustement budgétaire par la hausse de la fiscalité directe, que ce sont aussi les pays qui ont le mieux préservé leur croissance face à la restriction budgétaire. A l'inverse, les pays qui ont le moins utilisé ce levier pour leur ajustement budgétaire sont les pays d'Europe du Sud et les Pays-Bas.

Tableau. Contribution de chacune des composantes à la variation du solde structurel primaire entre 2010 et 2013 selon les pays

En % du PIB potentiel

	GRC	IRL	PRT	ESP	FRA	GBR	USA	ITA	EUZ	NLD	BEL	AUT	DEU	FIN	JPN
Solde structurel primaire (SSP)															
(= a + b)	18,5	10,9	9,8	9,7	5,7	5,4	5,0	4,9	4,8	4,8	3,4	2,2	1,0	0,7	-1,3
Taux de PO corrigé du cycle (a)	3,3	1,6	1,9	1,3	3,8	1,3	2,0	3,1	2,1	2,0	3,4	0,9	0,1	2,5	1,7
dont hausse des impôts directs sur le revenu des ménages et des entreprises	1,5	3,2	1,9	1,2	2,7	0,0	2,4	1,2		0,8	1,7	1,7	0,1	0,6	0,9
Dépenses publiques primaire (b)	15,2	9,2	7,9	8,4	1,9	4,1	3,0	1,8	2,7	2,9	-0,1	1,3	0,9	-1,8	-3,0
Contribution des dépenses publiques primaires à la variation du SSP (%)	82	85	81	87	34	76	59	36	56	60	-2	59	89	-242	225

Sources : OCDE perspectives économiques novembre 2012, calculs OFCE.

[1] Ce post reprend certaines parties de l'article publié dans [Alternatives Economiques](#), M. Plane « [L'austérité peut-elle réussir en France ?](#) », Hors-Série n°96, 2^{ème} trimestre 2013.

[2] Le déficit structurel primaire permet de mesurer les efforts budgétaires structurels réalisés par les administrations publiques (APU). Il correspond au solde public, hors charges d'intérêts, que dégageraient les APU si le PIB de l'économie se situait à son niveau potentiel. Cette mesure permet donc de corriger le solde public des effets de la conjoncture.

La crise va se poursuivre ...

Rapport de l'IMK-OFCE-WIFO, mars 2013 (Contact à l'OFCE : [Catherine Mathieu](#))

Version courte du Communiqué de Presse diffusé par l'IMK, mars 2013. Le texte original est consultable sur : http://www.boeckler.de/pdf/p_imk_report_80_2013.pdf ; la version anglaise sera prochainement en ligne.

L'économie allemande n'a connu qu'une faible croissance en 2012. Le PIB a augmenté de 0,7 % en moyenne annuelle, soit de 0,4 % seulement en glissement. Les perspectives de cette prévision sont modérément optimistes. L'économie mondiale ne croîtra que faiblement à court terme, mais la croissance repartirait en cours d'année, ce qui sera favorable aux exportations allemandes. Sous l'hypothèse d'une stabilisation de la situation dans la zone euro, les incertitudes devraient progressivement se lever et permettre un redémarrage de l'investissement. Les Instituts prévoient une croissance de 0,9 % en Allemagne en 2013, qui masque une dynamique sous-jacente plus vigoureuse : en glissement, la croissance serait de 1,9 %. En 2014, le PIB allemand augmenterait de 1,5%. Le taux de chômage resterait à peu près stable au cours des deux années à venir, à 5,1 % et 5,0 % selon la définition du BIT, soit respectivement 6,8 % et 6,7 % selon la définition nationale. Le PIB de la zone euro baisserait de 0,3 % cette année et augmenterait de 0,5 % l'an prochain. Le taux de chômage resterait supérieur à 12 %.

Le rapport présente des simulations à moyen terme qui suggèrent que l'économie allemande restera contrainte par l'impact de la crise de la zone euro. Ceci passe par deux canaux principaux : les exportations allemandes vers la zone euro continueront d'être freinées par les politiques d'austérité conduites en Europe, et la politique budgétaire allemande elle-même sera restrictive, ce qui pèsera sur la

croissance des revenus et la demande intérieure. La croissance serait en moyenne de 1,3 % par an d'ici 2017. Des scénarios alternatifs montrent que si des politiques expansionnistes étaient menées, comportant en particulier un programme européen d'investissement, la croissance serait nettement plus forte dans la zone euro que dans le scénario de référence.

La politique économique européenne doit viser à faire sortir les pays en crise de la récession et les autres économies européennes de la stagnation, à faire redémarrer la croissance en Europe pour accroître l'utilisation des capacités de production et réduire le chômage, à réduire les déséquilibres courants, à stabiliser le système financier ; le désendettement doit se poursuivre et les politiques budgétaires doivent être soutenables. La stratégie actuelle de politique économique consistant essentiellement à mener des politiques d'austérité budgétaire, alors que les effets de la politique monétaire sont affaiblis par des primes de risques de plusieurs pays de la zone euro, ne permettra pas d'améliorer la situation dans ces domaines.

Pour que la zone euro sorte de la crise, il est indispensable que la politique monétaire redevienne plus efficace en rétablissant la confiance dans les titres publics des pays en crise. Ceci doit s'accompagner d'un changement des politiques budgétaires, qui ne doivent plus freiner la demande.

Le rapport propose une offensive en matière d'investissement en Europe. Les pays en crise devraient recevoir un financement extérieur égal à 1 % du PIB pendant 5 ans. Ceci devrait être utilisé pour financer l'investissement public et privé. Les pays de la zone euro ayant des excédents courants, en particulier l'Allemagne devraient mettre en place des mesures de politique budgétaire expansionniste représentant au moins 1 point de PIB, de telle sorte qu'ils jouent le rôle de locomotive pour faire repartir la croissance européenne.

Chypre : un plan bien pensé, un pays ruiné...

par [Anne-Laure Delatte](#) et [Henri Sterdyniak](#)

Le plan qui vient d'être adopté sonne le glas du paradis bancaire chypriote et met en application un nouveau principe de résolution de crise dans la zone euro : les banques doivent être sauvées sans argent public, par les actionnaires et les créanciers[1]. Ce principe est juste. Pour autant, la récession à Chypre va être profonde et la nouvelle extension des pouvoirs de la troïka discrédite encore davantage le projet européen. Une fois de plus, les derniers développements de la crise montrent comment la gouvernance de la zone euro est déficiente. Chaque trimestre, pratiquement, il faut sauver la zone euro, mais chaque sauvetage rend encore plus fragile l'édifice.

Jamais Chypre n'aurait dû être accepté dans la zone euro. Mais l'Europe a privilégié l'élargissement à la cohérence et à l'approfondissement. Chypre est un paradis bancaire, fiscal et réglementaire, qui n'impose les entreprises qu'au taux de 10% ; le bilan de son système bancaire hypertrophié représente près de 8 fois son PIB (18 milliards d'euros). En fait Chypre sert de lieu de transit des capitaux russes : les banques chypriotes auraient environ 20 milliards d'euros de dépôts en provenance de la Russie, s'y ajoutent 12 milliards de dépôts de banques russes. Ces fonds, parfois d'origine douteuse, sont souvent réinvestis en Russie : Chypre est le premier investisseur étranger en Russie, pour environ 13 milliards d'euros par an. Ainsi, en transitant par Chypre, certains capitaux russes sont blanchis et sécurisés sur le plan juridique. Comme l'Europe est très attachée au principe de

libre circulation des capitaux et à la liberté d'établissement, elle a laissé faire.

En ayant investi dans la dette publique grecque ou en accordant des prêts à des entreprises grecques, incapables de rembourser en raison de la crise, ce système bancaire surdimensionné a perdu beaucoup d'argent ; il a favorisé une bulle immobilière qui a implosé, lui infligeant de lourdes pertes. Compte tenu de la taille du bilan bancaire, ces pertes représentent une part importante du PIB de l'île. Le système bancaire est en difficulté, en conséquence les marchés ont spéculé contre la dette publique chypriote, les taux d'intérêt ont grimpé, le pays est entré en récession, le déficit public s'est creusé. En 2012, la croissance a été négative (-2,5 %) ; le déficit public est actuellement de 5,5% du PIB ; la dette publique de 87 % du PIB et le déficit extérieur atteint 6 % du PIB. Le taux de chômage atteint 14,7%.

Le pays avait besoin d'une aide à la fois pour se financer et pour recapitaliser ses banques. Chypre a demandé 17 milliards d'euros, soit l'équivalent de son PIB annuel. Dix milliards de prêts lui ont été accordés, dont neuf seront fournis par le MES et un par le FMI. Certes, d'un point de vue financier, l'UE n'avait pas besoin de ce milliard ; il ne sert qu'à introduire le FMI à la table des négociations.

En échange, Chypre devra se soumettre aux exigences de la troïka, baisser de 15 % les salaires de ses fonctionnaires, de 10 % ses dépenses de protection sociale (retraites, prestations familiales et chômage), introduire des réformes structurelles, privatiser. C'est le quatrième pays d'Europe qui sera géré par la troïka ; cette dernière pourra imposer, une nouvelle fois, ses recettes dogmatiques.

Chypre devra faire passer son taux d'impôt sur les sociétés de 10 à 12,5 %, ce qui est peu, mais l'Europe ne pouvait imposer à Chypre de faire plus que l'Irlande. Chypre devra augmenter le taux d'imposition des intérêts bancaires de 15 à 30 %. Ceci

va timidement dans la direction de l'indispensable harmonisation fiscale.

Mais *quid* des banques ? Les pays européens se sont trouvés devant un choix difficile :

– aider Chypre à sauver son système bancaire revenait à sauver les capitaux russes avec l'argent du contribuable européen, montrait que l'Europe couvrait toutes les dérives des Etats membres, ce qui aurait encore jeté de l'huile sur le feu en Allemagne, en Finlande, aux Pays-Bas.

– demander à Chypre de recapitaliser lui-même ses banques faisait passer sa dette publique à plus 150 % du PIB, un niveau insoutenable.

Le premier plan rendu public le 16 mars mettait à contribution pour 6,75 % la part des dépôts inférieurs à 100 000 euros et n'appliquait qu'une taxe de 9,9 % sur la part des dépôts dépassant ce montant. Dans l'esprit du gouvernement chypriote, cette répartition avait l'avantage de moins compromettre l'avenir de Chypre comme base arrière des capitaux russes. Mais elle mettait en cause un engagement de l'UE (la garantie des dépôts inférieurs à 100 000 euros), ce qui fragilisait toutes les banques de la zone euro.

Finalement, l'Europe aura abouti à la bonne décision : ne pas faire payer seulement les peuples, respecter la garantie de 100 000 euros, mais faire payer les actionnaires des banques, leurs créanciers et les déposants ayant des dépôts supérieurs à 100 000 euros. Il est légitime que les détenteurs de dépôts importants, qui avaient été rémunérés à des taux d'intérêt élevés, soient mis à contribution. C'est le modèle islandais qui fait école plutôt que le modèle irlandais : on ne considère pas que les dépôts importants, rémunérés à des taux élevés ont vocation à devenir de la dette publique, à la charge des contribuables, en cas de difficultés bancaires.

Selon le second plan, les deux premières banques du pays, Bank

of Cyprus (BOC) et Laïki, qui concentrent à elles seules 80 % des bilans bancaires du pays, sont restructurées. Laïki, qui a le plus perdu dans les opérations grecques, qui était la plus engagée dans la collecte de dépôts russes, est fermée et ses dépôts inférieurs à 100 000 euros sont transférés à la BOC, qui récupère les actifs de Laïki, mais prend à sa charge les 9 milliards que lui avait prêtés la BCE. Les clients de Laïki perdent la part de leurs dépôts dépassant 100 000 euros (pour 4,2 milliards), tandis que les actionnaires et les détenteurs de titres de Laïki perdent tout. A la BOC, le montant des dépôts supérieur à 100 000 euros est placé dans une *bad bank*, gelé jusqu'à ce que la restructuration de BOC soit achevée et une partie (pouvant atteindre 40 %) sera convertie en actions de la BOC pour recapitaliser la banque. Ainsi les 10 milliards prêtés par l'UE ne serviront-ils pas à résoudre le problème bancaire. Ils permettront au gouvernement de rembourser ses créanciers privés et d'éviter la faillite souveraine. Rappelons que les contribuables nationaux et européens n'ont pas vocation à réparer les excès de la finance.

C'est aussi une première mise en application de l'Union bancaire. Les dépôts sont bien garantis dans la limite de 100 000 euros. Comme le réclamait le gouvernement allemand, les banques doivent pouvoir être sauvées, sans argent public, par les actionnaires et les créanciers. Le coût du sauvetage des banques doit reposer sur ceux qui ont bénéficié du système quand il était largement bénéficiaire.

De notre point de vue, le grand avantage est de mettre fin au statut de place financière peu contrôlée de Chypre. C'est un précédent salutaire qui découragera les placements transfrontaliers. Certes, on peut regretter que l'Europe ne s'attaque pas aux autres pays dont le système bancaire et financier est surdimensionné (Malte, le Luxembourg, le Royaume-Uni), aux autres paradis fiscaux ou réglementaires (les Iles anglo-normandes, l'Irlande, les Pays-Bas), mais c'est un premier pas.

Ce plan est donc bien pensé. Mais comme l'a pudiquement reconnu le Vice-président de la Commission européenne Olli Rehn, le futur proche va être très difficile pour Chypre et son peuple. Quels sont les risques ?

Risques de fuite des dépôts et crise de liquidité : contrairement au plan initial qui prévoyait une taxe sur tous les dépôts, le nouveau plan est compatible avec une réouverture des banques relativement rapide. En effet, les banques restent fermées tant que les autorités craignent un retrait massif des déposants qui mettrait automatiquement en crise de liquidité les banques concernées. Or comme les petits déposants ne sont pas touchés et les gros déposants voient leurs avoirs gelés jusqu'à nouvel ordre, le risque de retraits massifs semble écarté. Mais le problème se posera dès que les gros dépôts seront libérés. Leur retrait quasi-certain va entraîner une perte de liquidité de la BOC qu'il faudra compenser par des lignes de liquidité spéciales prévues à la BCE. Certains petits déposants, échaudés, peuvent aussi retirer leurs fonds. De même, les titulaires de gros dépôts dans les autres banques, non affectées car moins en difficulté, peuvent craindre une extension future des mesures de taxation et donc chercher à quitter l'île. Chypre reste à la merci de crise de liquidités. C'est la raison pour laquelle les autorités ont annoncé des contrôles exceptionnels à la sortie de capitaux au moment où les banques rouvriront afin d'éviter une fuite massive des dépôts vers l'étranger. C'est une nouveauté pour l'UE. Mais la transition, l'implosion du secteur bancaire chypriote qui doit passer de 8 à 3,5 fois le PIB de l'île, risque d'être délicate et pourrait bien avoir quelques effets sur les marchés européens par contagion, puisque les banques devront vendre des actifs pour un montant important.

Risque d'une récession longue : cette réduction de moitié de la taille du secteur bancaire ne se fera pas sans douleur puisqu'elle va faire pâtir toute une économie, les employés

des banques, les services associés, avocats, conseillers, auditeurs, etc. Certaines entreprises chypriotes, comme certains ménages aisés, vont perdre une partie de leurs avoirs bancaires.

Or le plan impose en même temps des mesures d'austérité budgétaire (de l'ordre de 4,5 % du PIB) et les réformes structurelles et les privatisations chères aux instances européennes. Cette austérité, au moment où une activité économique-clé est sacrifiée, va entraîner une longue période de récession. Les Chypriotes ont tous en tête l'exemple de la Grèce, où la consommation a chuté de plus de 30 %, le PIB de plus de 25 %. Cette chute va entraîner une baisse des rentrées fiscales, une hausse du ratio de dette, ..., l'Europe réclamera d'autres mesures d'austérité. Voir un autre pays englué dans cette spirale discréditera encore davantage le projet européen.

Les velléités de sortie de la zone euro sont assez vivaces depuis le début de la crise à Chypre ; il y a peu de chance qu'elles ne se taisent.

Il faudrait donc ouvrir des perspectives à Chypre (et à la Grèce et au Portugal et à l'Espagne), non pas la ruine économique et la ruine sociale qu'impose la troïka, mais un renouveau économique par un plan de reconversion et de reconstruction industrielles. Par exemple, l'exploitation des gisements de gaz découverts en 2011 au sud de l'île peut représenter une voie de sortie de la crise. Encore faut-il pouvoir financer les investissements pour les exploiter et en tirer des ressources financières pour le pays. Il est temps de mobiliser une aide véritable, un nouveau Plan Marshall financé par les pays excédentaires.

Risques de réactions en chaîne dans le système bancaire des autres pays membres : les autorités européennes doivent faire un important effort de communication pour expliquer ce plan, et ce n'est pas facile. De ce point de vue, le premier plan a

été un désastre puisqu'il montrait comment la garantie des dépôts inférieure à 100 000 euros peut être invalidée par des mesures de taxation. Pour le second, les autorités doivent à la fois expliquer que ce plan est conforme au principe de l'Union bancaire – faire payer les actionnaires, les créanciers et les déposants importants, tout en précisant qu'il a un caractère spécifique – mettre fin à un paradis bancaire, fiscal et réglementaire, de sorte qu'il ne s'appliquera pas à d'autres pays. Espérons que les actionnaires, les créanciers et les déposants importants des banques des autres Etats membres, en particulier espagnols, se laissent convaincre. Sinon des transferts importants de capitaux se feront hors zone euro.

Risque de fragilisation de l'Union bancaire : Bien sûr, le système bancaire chypriote était mal géré et mal contrôlé. Il a pris des risques inconsidérés en attirant des dépôts à des taux élevés qu'il utilisait pour faire des prêts rémunérateurs, mais risqués, dont beaucoup ont fait défaut. Mais les banques chypriotes sont aussi victimes du défaut sur la dette grecque et de la profondeur de la récession de leurs voisins. Toute l'Europe risque d'être entraînée dans des jeux de dominos : la récession fragilise les banques, qui ne peuvent plus prêter, ce qui accentue la récession...

L'Europe projette de mettre en place une Union bancaire qui imposera des normes rigoureuses aux banques en matière de mode de résolution des crises bancaires. Chaque banque devra rédiger un *testament* qui imposera que ses pertes éventuelles pourront être supportées par ses actionnaires, ses créanciers et les déposants importants. Le traitement de la crise de Chypre montre que ce sera effectivement le cas. Aussi, les banques qui ont besoin de fonds propres, de créanciers et de dépôts, compte tenu des contraintes de Bale III, auront-elles plus de mal à les attirer et devront les rémunérer à des taux élevés, incorporant des primes de risque.

L'Union bancaire ne sera pas un fleuve tranquille. Il va

falloir nettoyer le bilan des banques avant de les garantir collectivement. Ceci posera problème dans beaucoup de pays dont le secteur bancaire devra être réduit et restructuré, avec les problèmes sociaux et économiques que cela pose (Espagne, Malte, Slovénie, ...). Des conflits surviendront obligatoirement entre la BCE et les pays concernés.

La garantie des dépôts restera longtemps à la charge des pays. En tout état de cause, il faudra que, dans la future Union bancaire, soient clairement distingués les dépôts garantis par l'argent public (qui devront être rémunérés à des taux limités, qui ne devront pas être placés sur les marchés financiers) et les autres. Ceci milite pour une application rapide du rapport Liikanen. Mais y-aura-t-il un accord en Europe sur la future structure du secteur bancaire entre des pays dont les systèmes bancaires sont très différents ?

Les banques chypriotes ont perdu beaucoup d'argent en Grèce. Ceci milite une nouvelle fois pour une certaine renationalisation des activités bancaires. Les banques courent des risques importants en prêtant sur des marchés étrangers qu'elles connaissent mal. Permettre aux banques d'attirer des dépôts de non-résidents par des taux d'intérêt élevés ou des facilités fiscales ou réglementaires aboutit à des faillites bancaires. L'Union bancaire devra choisir entre la liberté d'établissement (chaque banque peut s'installer librement dans un pays de l'UE et y faire les activités de son choix) et un principe de responsabilité (les pays sont responsables de leur système bancaire, qui doit conserver une taille correspondant à celle du pays).

Ainsi, dans les années à venir, la nécessaire réorganisation du système bancaire européen risque-t-elle de nuire à la capacité des banques de distribuer du crédit à un moment où les entreprises sont déjà réticentes à investir et où les pays sont contraints de mettre en œuvre des plans drastiques d'austérité.

Au total, le principe de faire payer le secteur financier pour ses excès commence à prendre forme en Europe. Malheureusement, la crise chypriote montre une fois encore les incohérences de la gouvernance européenne : il aura fallu attendre d'être au pied du mur pour déclencher la solidarité européenne, au risque de faire trembler tout l'édifice. De plus, cette solidarité risque de plonger Chypre dans la misère. Les leçons des trois dernières années ne semblent pas avoir été pleinement tirées par les dirigeants européens.

[1] La réduction de plus de 50 % de la valeur faciale des titres grecs subie par les détenteurs privés en février 2012 allait déjà dans ce sens.

Le cas « chypri-hot » !

par [Jérôme Creel](#)

Avant une étude plus approfondie de la crise chypriote, et de ses conséquences sur la zone euro, voici quelques réflexions sur le projet d'accord intervenu ce matin entre la Présidence chypriote et certains bailleurs de fonds.

Ce [projet](#) prévoit la faillite d'une banque privée, la Laiki, et la mise à disposition de ses dépôts sécurisés (en deçà de 100 000 euros) auprès d'une autre banque privée, la Bank of Cyprus afin de participer à sa recapitalisation. Dans cette banque, les dépôts au-delà de 100 000 euros seront gelés et convertis en actions. In fine, la Bank of Cyprus devrait pouvoir atteindre un ratio de fonds propres de 9%, conformément à la législation bancaire appliquée dans l'UE. En échange de ces dispositions, auxquelles s'ajoutent des augmentations des taxes sur les revenus du capital et sur les bénéfices des entreprises, les institutions européennes verseront 10 milliards d'euros à Chypre. Les dépôts bancaires garantis selon les règles en vigueur dans l'UE vont le rester, en même temps que la hausse des taxes sur les revenus du capital va réduire la rémunération excessivement attractive des dépôts chypriotes au regard de la moyenne européenne.

En une semaine, les négociations entre les autorités chypriotes, le FMI et les institutions européennes ont abouti à des résultats radicalement différents. Pour le volet du plan de sauvetage correspondant à la viabilité du système bancaire, le président chypriote a semble-t-il été confronté à un arbitrage entre la taxation de tous les déposants, y compris les « petits épargnants », et la faillite bancaire n'entraînant de pertes financières que pour les actionnaires, les détenteurs d'obligations et les « grands épargnants » (ceux dont les dépôts dépassent 100 000 euros). Il aura donc fallu une semaine pour que le représentant démocratiquement élu d'un Etat membre de l'Union européenne cède et défende l'intérêt du plus grand nombre (l'intérêt général ?) au détriment des intérêts particuliers de quelques banquiers.

Dans le projet d'accord intervenu ce matin figure aussi une mention fort intéressante aux questions de blanchiment d'argent. Les banques chypriotes vont subir des audits permettant de mieux connaître l'origine des fonds perçus. Cette fois-ci, il n'aura pas fallu une semaine, mais bien plutôt des années pour que les membres de l'Eurogroupe

s'emparent aussi officiellement d'une question fondamentale sur le fonctionnement de l'économie chypriote. Au-delà du cas chypriote, il est permis de douter que l'argent n'ait pas d'odeur dans l'UE.

Dernière réflexion à propos du Fonds monétaire international, bailleur de fonds associé dans la troïka à la Banque centrale européenne et à la Commission européenne. Il semblerait que ses exigences aient été très nombreuses : doit-on en conclure que le FMI a un pouvoir de négociation bien supérieur à ceux de la BCE et de la Commission européenne, qu'il est le leader de cette troïka ? Si tel était le cas, cela poserait problème : d'une part, la BCE et la Commission sont supposés défendre les intérêts européens, ce qui serait infirmé si ces deux institutions étaient sous la coupe du FMI. D'autre part, il ne faudrait pas oublier que lors de sa recapitalisation d'avril 2009, le FMI a bénéficié de fonds supplémentaires en provenance des pays de l'UE, sage décision de leur part si leurs représentants anticipaient d'avoir bientôt recours à des plans de sauvetage, les fonds attribués au FMI revenant dans l'UE sous forme de prêts. Ceci étant, se voir dicter par le FMI des conditions drastiques pour bénéficier de plans de sauvetage au financement duquel on a somme toute largement contribué, est contestable; et ceci fragilise le processus d'intégration européenne.

Les derniers soubresauts de la "Confédération européenne"

?

par [Jacques Le Cacheux](#)

Les institutions dont l'Union européenne s'est dotée, du traité de Maastricht qui, en 1992, l'a créée et a défini la feuille de route aboutissant au lancement de l'euro en 1999, au traité de Lisbonne qui, en 2009, a repris les principaux articles du traité constitutionnel que les Français et les Néerlandais avaient refusé, par référendum, de ratifier en 2005, permettent-elles de résoudre la grave crise à laquelle l'Union est aujourd'hui confrontée ? Après cinq années de marasme économique et près de quatre de tensions persistantes sur les dettes publiques, les craintes quant à la pérennité de l'union monétaire européenne avaient paru apaisées par la résolution affichée, au début de l'automne 2012, par Mario Draghi, le président de la Banque centrale européenne, d'assurer coûte que coûte l'avenir de la monnaie unique européenne. Mais les résultats des récentes élections générales italiennes ont à nouveau fait tanguer les marchés des dettes souveraines européennes et relancé les spéculations, tandis que la zone euro replongeait dans une récession alors même que les plaies de la précédente n'étaient pas encore cicatrisées.

Pourra-t-on longtemps encore se contenter d'expédients ? Ne conviendrait-il pas d'opérer une véritable révolution institutionnelle, à l'image de celle qu'entreprirent, entre 1788 et 1790, les concepteurs de la Constitution des Etats-Unis d'Amérique, confrontés à une crise aiguë des dettes publiques de la Confédération et des états confédérés ? C'est à une lecture économique et financière de cet épisode essentiel de l'histoire institutionnelle des Etats-Unis, et à un parallèle, que certains jugeront peut-être audacieux, mais qui s'avère à tout le moins éclairant, avec la situation actuelle de la zone euro, que nous invite Thomas J. Sargent, dans sa Conférence Nobel, dont l'OFCE publie la [traduction](#)

[française](#).

Certes les différences sont nombreuses entre la situation des anciennes colonies britanniques dix ans après leur indépendance et les Etats membres de l'union monétaire européenne. Mais comment ne pas voir les similitudes, tant dans l'incapacité à trouver une solution collective aux crises de dettes publiques nationales que dans l'inanité de l'accord conclu en février 2012 sur le futur budget européen ? *Mutatis mutandis*, c'est de fédéralisme budgétaire, mais aussi politique, qu'il est question, dans un cas comme dans l'autre.

Pourquoi la France a raison (et des raisons) de renoncer à l'objectif des 3% de déficit public pour 2013

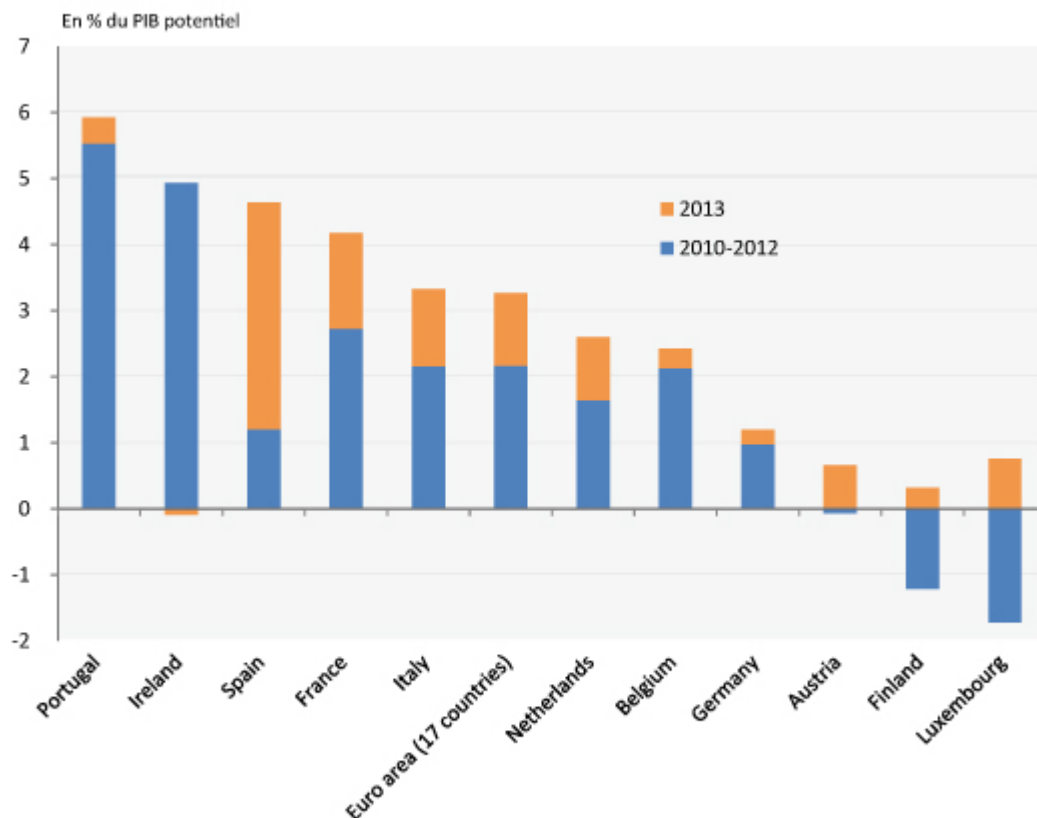
par [Mathieu Plane](#)

A la suite des déclarations du Ministre de l'Economie et des finances, le gouvernement semble avoir fait le choix de renoncer à atteindre l'objectif de déficit public de 3 % du PIB en 2013. Outre le virement de bord de la politique annoncée jusqu'à présent, qui était celle de ramener « coûte que coûte » le solde public à -3% en 2013, nous pouvons légitimement penser que la France a raison de renoncer à cet objectif et pouvons avancer plusieurs arguments. Si dans ce

billet, nous ne revenons pas sur les [conséquences économiques liées à la politique budgétaire menée en France et dans la zone euro](#), dictée par des objectifs de déficit nominaux qui ne tiennent pas compte de la décomposition structurel/conjoncturel et qui présentent un caractère dangereusement pro-cyclique, nous présentons en revanche plusieurs arguments auxquels pourraient être sensibles la Commission européenne :

1 – Selon les derniers chiffres de la Commission européenne du 22 février 2013^[1], la France est le pays de la zone euro qui ferait le plus fort ajustement budgétaire en 2013 d'un point de vue structurel (1,4 point de PIB), juste derrière l'Espagne (3,4) et la Grèce (2,6). Et sur la période 2010-2013, la réduction du déficit structurel de la France représente 4,2 points de PIB, ce qui fait de la France le pays de la zone euro, avec l'Espagne (4,6 points de PIB), qui a fait le plus de restriction budgétaire parmi les grands Etats de la zone, devant l'Italie (3,3 points de PIB), les Pays-Bas (2,6) et bien sûr l'Allemagne (1,2) (graphique 1).

Graphique 1. Variation du solde structurel dans les pays de la zone euro selon la Commission européenne*



* Pour des raisons d'échelle, nous n'avons pas mis la Grèce sur le graphique. Sur la période 2010-2013, l'ajustement budgétaire structurel de la Grèce représente 16,9 points de PIB, dont 2,6 en 2013.

Sources : Commission européenne, calculs OFCE.

2 – En 2007, avant la crise, selon la Commission européenne, la France avait un solde public structurel de -4,4 points de PIB, contre -2,1 pour la moyenne de la zone euro et -0,9 pour l'Allemagne. En 2013, celui-ci atteint -1,9 point de PIB en France, -1,3 pour la zone euro, +0,4 pour l'Allemagne, ce qui représente une amélioration du déficit structurel de 2,5 points de PIB pour la France depuis le début de la crise, soit trois fois plus que la moyenne de la zone euro et deux fois plus que l'Allemagne (tableau 1). Et hors investissement public, le solde public structurel de la France en 2013 est positif et plus élevé que celui de la moyenne de la zone euro (1,2 point de PIB en France contre 0,8 pour la moyenne de la zone euro et 1,9 pour l'Allemagne). Rappelons que la France consacre 3,1 points de PIB à l'investissement public en 2013 (0,2 point de moins qu'en 2007) contre seulement 2 points en moyenne dans la zone euro (0,6 point de moins qu'en 2007) et 1,5 en Allemagne (équivalent à 2007). Or l'investissement

public, qui a des effets positifs sur la croissance potentielle, et qui a pour contrepartie d'augmenter les actifs publics, ne modifiant ainsi pas la situation patrimoniale des administrations publiques, peut raisonnablement être exclu du calcul de solde public structurel.

Tableau. Solde public et solde structurel avec et sans l'investissement public

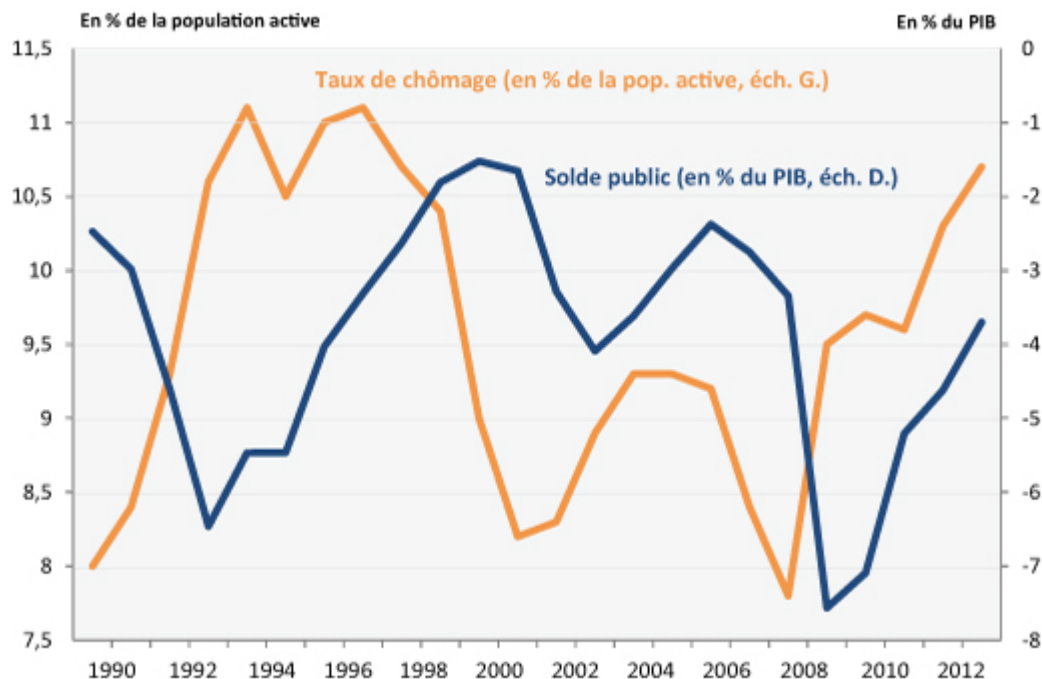
En points de PIB	Solde public (SP)				SP structurel (SPS)				SPS hors Inv. Public			
	FRA	DEU	EZ	Écart FRA-EZ	FRA	DEU	ZE	Écart FRA-EZ	FRA	DEU	EZ	Écart FRA-EZ
2007	-2,8	0,2	-0,7	-2,1	-4,4	-0,9	-2,1	-2,3	-1,1	0,6	0,5	-1,6
2013	-3,7	-0,2	-2,8	-0,9	-1,9	0,4	-1,3	-0,6	1,2	1,9	0,8	0,4
Variation 2007-2013	-0,9	-0,4	-2,1	1,2	2,5	1,3	0,8	1,6	2,3	1,3	0,3	2,1

Sources : Commission européenne, calculs OFCE.

3 – En 2013, le déficit public, même à 3,7 % du PIB selon la Commission européenne, retrouve un niveau proche de celui de 2008, similaire à celui de 2005, inférieur à celui de 2004 et à toute la période 1992-1996. Le chiffre de déficit public attendu pour 2013 correspond à la moyenne observée sur les trente dernières années, ne faisant plus figure de situation exceptionnelle, ce qui desserre la pression que pouvait subir la France vis-à-vis des marchés financiers. A l'inverse, selon la Commission européenne, le taux de chômage de la France en 2013 atteindrait 10,7 % de la population active et devrait être très proche de son pic historique de 1997 (graphique 2). Avec un taux de chômage en 2013 supérieur de 1,3 point à la moyenne des trente dernières années, la situation exceptionnelle se situe désormais plus du côté du marché du travail que du côté du solde public. Si de nouvelles mesures d'austérité permettaient de réduire péniblement le déficit public, en raison de la [valeur élevée du multiplicateur budgétaire à court terme](#), elles conduiraient en revanche à dépasser largement notre pic historique de chômage. En effet, comme nous l'avons montré dans notre [dernière prévision d'octobre 2012](#), si la France cherche à respecter « coûte que coûte » son engagement budgétaire pour 2013, il faut un nouveau tour de vis budgétaire de plus de 20 milliards

d'euros, en plus des [36 milliards d'euros programmés](#), qui conduirait à une récession de -1,2 % du PIB et 360 000 destructions d'emplois (au lieu d'une croissance prévue à 0 % et environ 160 000 destructions d'emplois) débouchant sur un taux de chômage à 11,7 % de la population active fin 2013.

Graphique 2. Solde public et taux de chômage



Source : Commission européenne.

Pour redresser ses comptes publics depuis 2010, la France a donc fait un effort budgétaire historique, bien supérieur à la moyenne de ses partenaires européens, ce qui lui a coûté en termes de croissance et d'emploi. Rajouter une couche d'austérité en 2013 à une austérité déjà historique nous conduirait tout droit vers la récession et une dégradation sans précédent du marché du travail pour cette année. Si on a le choix, quelques dixièmes de points de déficit public en moins valent-ils un tel sacrifice ? Rien n'est moins sûr. Il paraît donc incontournable de reporter l'objectif de réduction du déficit public à 3 % du PIB au moins à 2014.

[\[1\]](#) Nous avons une évaluation différente de la mesure du déficit public structurel. Par exemple, pour 2013, nous évaluons l'amélioration du solde public structurel de la France à 1,8 point de PIB mais pour ne pas biaiser l'analyse nous retenons les chiffres fournis par la Commission.

Et si les élections italiennes se révélaient une opportunité pour l'Europe ?

par [Francesco Saraceno](#)

Aujourd'hui l'Europe entière, inquiète, s'interroge sur les résultats des élections législatives italiennes. La coalition de centre gauche a obtenu une très courte majorité – à cause d'une [loi électorale](#) décriée par tous mais qu'on n'a pas su ou pas voulu modifier – qui ne lui donne la majorité absolue des sièges qu'à la Chambre des Députés. En raison de l'attribution de primes de majorité sur base régionale, au Sénat aucune coalition n'a la majorité. Or en Italie s'applique un système bicaméral parfait, si bien qu'en l'état, il n'y a pas de possibilité de créer un gouvernement issu d'une majorité politique. Ce billet explore un possible scénario pour les prochaines semaines et ses conséquences économiques sur l'Italie et sur l'Europe.

Mise à part la spectaculaire remontée de Silvio Berlusconi, dont l'objectif affiché était dès le début d'empêcher la

victoire de la gauche plutôt que de s'assurer d'une majorité, les deux résultats éclatants de ce scrutin sont d'un côté la défaite du Premier ministre sortant, Mario Monti, et de l'autre l'avancée du mouvement Cinque Stelle de l'ancien comédien Beppe Grillo, qui devient aujourd'hui le premier parti à la Chambre des députés.

La défaite de Mario Monti représente un désaveu cinglant des politiques d'austérité que les citoyens italiens perçoivent comme imposées par l'Europe et par l'Allemagne. Lundi, [dans le New York Times](#), Paul Krugman le qualifiait de « proconsul installé par l'Allemagne pour imposer l'austérité budgétaire à une économie déjà en perte de vitesse ». Mario Monti, appelé en novembre 2011 au chevet d'un pays essoufflé par le gouvernement Berlusconi, n'a pas su proposer autre chose que des politiques d'austérité qui, sans surprise, [n'ont pas livré la croissance promise](#). L'approbation dont l'ancien commissaire européen jouissait initialement s'est lentement érodée au fur et à mesure de la perte de mémoire des problèmes entourant la fin de règne de Berlusconi, et surtout au fur et à mesure que l'Italie s'enfonçait dans la crise économique. Mario Monti espérait certainement être déterminant dans la formation d'une majorité au Sénat, et donc pouvoir négocier sa reconduction comme Premier ministre. Mais son pari a échoué et il est aujourd'hui condamné à l'insignifiance numérique.

Au contraire, Beppe Grillo a obtenu un succès éclatant, un raz-de-marée qui le pose en arbitre de la formation d'un nouveau gouvernement. Grâce aussi à une campagne électorale magistrale, jouée sur tous les médias et dans la rue, son mouvement est le premier parti à la Chambre et au Sénat dans plusieurs régions. Il a réussi à capter l'exaspération des Italiens contre « la casta » des politiques, et il a rassemblé presque neuf millions de votants sur une campagne qui a puisé dans le populisme de droite (par exemple ses propos sur l'immigration ou ses propos anti-euro, qu'il a énoncés à quelques reprises, mais qu'on ne retrouve pas dans son

programme). Il a aussi mis l'accent sur des thèmes traditionnellement de gauche comme le refus de l'austérité, l'environnement, la réduction du temps de travail, le revenu minimum de citoyenneté, ou encore la régulation des conflits d'intérêt, la durée limitée et le non-cumul des mandats électoraux, ou l'inéligibilité de celles et ceux condamnés par la justice.

Que va-t-il se passer dans les prochaines semaines ? L'Europe entière se le demande et les premières réactions des marchés semblent trahir une certaine nervosité à l'égard des évolutions futures.

Pour des raisons institutionnelles, un nouveau vote à brève échéance doit être écarté. Le Président Giorgio Napolitano, en fin de mandat, ne peut pas dissoudre le Parlement ; il faudra donc attendre le mois de mai et son successeur (qui sera élu par le Parlement issu du vote d'hier) pour accéder à cette option. Par ailleurs, Il n'est pas certain que le Parlement issu d'un nouveau vote soit capable d'exprimer une majorité politique.

La loi électorale majoritaire livre au Parti démocratique la majorité absolue des sièges de la Chambre des Députés, ce qui le rend incontournable dans la formation d'un nouveau gouvernement. Ceci permet d'envisager seulement deux scénarios : tout d'abord, une grande coalition entre gauche et droite (avec ou sans le parti de Mario Monti). Ceci semble pourtant improbable, premièrement à cause du fossé idéologique entre les deux partis, accentué par le retour de Silvio Berlusconi ; et ensuite parce que cela serait perçu par les électeurs comme un déni du résultat du vote, qui a vu les deux grands partis perdre plus de onze millions de voix depuis l'élection de 2008.

La deuxième solution serait un gouvernement de minorité de centre-gauche, qui pourrait aller chercher les voix chez les élus de Beppe Grillo sur un programme limité en ampleur et en

durée. Cela vaut donc la peine de regarder quelles seraient, dans cette hypothèse, les possibilités d'une convergence entre le mouvement Cinque Stelle (dont le programme, en italien, peut être téléchargé [ici](#)) et la coalition de Pierluigi Bersani. Il y aurait certainement un consensus sur des mesures très populaires pour faire face à la crise politique en cours (abolition des provinces, limite des mandats parlementaires, non cumul, inéligibilité, réductions des coûts de l'appareil politique, ...), et pour corriger les anomalies les plus éclatantes des deux décennies berlusconiennes (des réformes sur le conflit d'intérêt et sur la corruption, réforme de la justice).

L'aile environnementaliste du centre-gauche pourrait aussi trouver des convergences sur des mesures d'incitation aux économies d'énergie et sur l'investissement dans les énergies renouvelables.

En économie, certaines des mesures phare de Beppe Grillo pourraient aussi être l'objet de convergences avec le centre-gauche, par exemple l'adoption d'un revenu de citoyenneté ou d'un salaire minimum, des thèmes qui, comme l'a prouvé le [débat français](#), ne sont pas forcément populistes ou irréalistes.

La convergence entre le centre-gauche et Beppe Grillo pourrait difficilement se faire dans le cadre actuel de consolidation budgétaire ; il faudrait donc une remise en cause préalable d'une austérité désavouée par les électeurs, il convient de le répéter. Ceci ne se ferait pas sans problèmes pour le Parti démocratique qui, comme le Parti socialiste en France, a fait le choix de la rigueur. Une négociation avec le mouvement Cinque Stelle impliquerait l'abandon des politiques d'austérité sur lesquelles le Parti démocratique a toujours eu une position ambiguë. Mais, à son tour, cette solution aurait des conséquences sur l'Europe dans son ensemble. Les gouvernants européens pourraient être confrontés, dans les prochaines semaines, ou bien à une absence de gouvernement

dans la troisième économie de la zone euro, ou à un gouvernement qui vraisemblablement abandonnerait les politiques d'austérité. L'Europe pourrait alors être obligée de repenser ses propres stratégies économiques, et quelques pays pratiquant la rigueur à contre cœur (comme la France ?) pourraient en profiter pour remettre en cause le modèle de la croissance par l'austérité.

Loi de séparation bancaire : symbole politique ou nouveau paradigme économique ?

par [Céline Antonin](#) et [Vincent Touzé](#)

Imprudence, aléa moral et engrenage systémique ont été les maîtres-mots de la crise bancaire. Mécontents de n'avoir eu d'autre choix que de venir à la rescousse des banques, les gouvernements tentent aujourd'hui de reprendre le contrôle et d'imposer de nouvelles réglementations. La plus emblématique d'entre elles concerne la séparation des activités de marché (trading pour compte propre ou compte de tiers) des autres activités bancaires (dépôts, crédits, conseil stratégique et financier, etc.). L'avantage attendu d'une séparation est une plus grande étanchéité entre les activités. Cette dernière pourrait protéger les épargnants en cas de mauvaises opérations des banques sur les marchés financiers. Le 19 février 2013, le Parlement français a voté une loi de séparation bancaire. Malgré des objectifs initiaux ambitieux, la séparation sera partielle puisque seules les activités financières en compte propre seront filialisées. Concernant moins de 1 % des revenus bancaires, cette mesure a un

caractère plutôt symbolique. Toutefois, en inscrivant un principe de séparation dans la loi, l'Etat montre sa volonté d'être un superviseur plus actif.

L'idée de cloisonner les activités bancaires n'est pas nouvelle. Au lendemain de la crise de 1929, les Etats-Unis adoptèrent le *Glass Steagall Act* (1933), obligeant à une stricte séparation entre banques commerciales (spécialisées dans les activités de crédit et de gestion des dépôts) et banques d'affaires (spécialisées dans les activités financières) ; la France leur emboîta le pas avec la loi bancaire^[1] de 1945. Les avantages attendus d'une séparation bancaire sont doubles. D'une part, les dépôts des clients seraient mieux protégés, car ils ne pourraient plus être sollicités pour éponger les éventuelles pertes de l'activité de marché ; d'autre part, en cas de faillite, l'aide de l'Etat serait limitée, car seule la partie banque de détail des établissements bénéficierait d'une garantie publique.

Quarante ans plus tard, à la faveur du grand mouvement de dérégulation des années 1980-1990, la France fut l'une des premières à abolir la distinction avec la loi bancaire de 1984, posant ainsi le principe de banque universelle. Ce principe conduit à regrouper les activités à fort besoin de liquidité (financement de l'économie) avec celles qui permettent de recueillir la liquidité (activités de dépôts). Ce regroupement présente l'indéniable mérite d'offrir une plus grande solidité financière aux banques. D'autres avantages en découlent : l'effet de levier se trouve renforcé ; le facteur taille conduit à des économies d'échelle ; la capacité d'internationalisation permet aux banques de rentrer dans la catégorie « too big to fail ». Outre-Atlantique, ces arguments ont certainement joué en faveur de l'abolition du *Glass Steagall Act* en 1999 par l'administration Clinton.

A partir de 2008, les banques ont subi plusieurs chocs : crise

des *subprimes*, chute des valeurs financières, baisse de la croissance économique et crainte d'insolvabilité des dettes souveraines (pour les banques de la zone euro). Ces chocs ont montré que certains avantages de la banque universelle pouvaient se transformer en inconvénients dès lors que le levier financier avait été utilisé de façon trop systématique et que des banques de grande taille en situation difficile faisaient peser un risque systémique. De nombreuses voix vont alors plaider pour un nouveau *Glass Steagall Act*, voyant dans la séparation entre activités de marché [\[2\]](#) et autres activités bancaires, un moyen de se prémunir contre les crises bancaires d'ampleur. Les activités en compte propre concentrent l'essentiel des dysfonctionnements des banques : prise de risque inconsidérée et quelques cas de *traders* « fous » [\[3\]](#). Par conséquent, ce compartiment fait, aujourd'hui, l'objet d'une attention accrue de la part des régulateurs.

Le *Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* [\[4\]](#) adopté aux Etats-Unis en 2010 n'instaure pas une séparation bancaire *stricto sensu* mais reprend la « Volcker rule » qui interdit aux banques de « jouer » avec l'argent des déposants, ce qui conduit à une quasi-interdiction des activités de spéculation pour compte propre des entités bancaires ainsi que d'investissement dans les fonds spéculatifs (*hedge fund*) ou d'investissement privés (*private equity fund*). Au-delà de cette règle, cette loi est aussi une vaste réforme en faveur d'une réglementation accrue de l'ensemble des agents financiers (banques, assurances, *hedge funds*, agences de notation, etc.) ainsi que d'une plus grande surveillance des risques systémiques.

L'Europe envisage à son tour de légiférer sur la séparation bancaire. A la demande du commissaire européen Michel Barnier, le groupe d'experts dirigé par le gouverneur de la Banque centrale de Finlande, Erkki Liikanen, a remis un [rapport](#) le 2 octobre 2012. Ce dernier préconise un cloisonnement bancaire strict [\[5\]](#) mais revient aussi sur les rémunérations des

dirigeants et des *traders*, dont les modalités actuelles pourraient être de véritables « pousses au crime » en matière de spéculation à outrance, afin de les rendre plus compatibles avec des objectifs de long terme. Si ce rapport est transformé en directive européenne, cette dernière devra alors faire l'objet d'une retranscription en droit national dans chaque Etat membre. Cependant, la démarche européenne risque fort d'être devancée par les processus législatifs de plusieurs pays européens. En Allemagne, un projet de loi de régulation bancaire[6] vient d'être présenté par le gouvernement le 6 février 2013, et pourrait entrer en vigueur en janvier 2014 (pour une mise en œuvre d'ici juillet 2015). Le Royaume-Uni s'est illustré en 2011 avec la publication du rapport Vickers[7], mais le gouvernement britannique ne semble pas pressé de mettre ces recommandations en œuvre avec une probable échéance 2019. La France n'est pas en reste avec la [« loi de séparation et de régulation des activités bancaires »](#).

UN PROJET DE LOI FRANÇAIS MODESTE...

La loi française comporte plusieurs volets. En plus de l'inclusion d'un principe de séparation, elle prévoit aussi des mesures de protection du consommateur bancaire ainsi que le renforcement de la surveillance et du contrôle des banques, à travers plusieurs mesures :

- Chaque établissement bancaire sera obligé d'élaborer un plan préventif de rétablissement[8] en cas de crise, et de résolution en cas de défaillance (testament bancaire). Le plan de résolution sera soumis à l'appréciation de l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP), qui devient Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR).
- Le Fonds de garantie des dépôts devient fonds de

garantie des dépôts et de résolution, et voit sa capacité d'intervention augmentée pour pouvoir intervenir en cas de défaillance d'une banque.

– La surveillance macro-prudentielle est renforcée, avec l'instauration du Conseil de la stabilité financière.

– Les droits du consommateur bancaire sont renforcés (transparence sur le coût de l'assurance emprunteur, libre choix de l'assurance emprunteur, droit à un compte bancaire, etc.).

Cependant la mesure-phare de la réforme reste la séparation entre « activités utiles à l'économie » et activités spéculatives. Les établissements bancaires devront cantonner leurs activités dites « pour compte propre » dans une filiale *ad hoc*, soumise à une régulation spécifique et financée de manière autonome. Ces filiales auront interdiction de pratiquer certaines activités spéculatives jugées « trop risquées ou qui peuvent être nuisibles à l'économie ou à la société », comme celles portant sur les marchés de produits dérivés ayant comme sous-jacent les matières premières agricoles et le *trading* à haute fréquence. Seront néanmoins épargnées de nombreuses activités, comme la fourniture de services aux clients, l'activité de tenue de marché, la gestion de trésorerie, les opérations d'investissement ou la couverture par l'établissement de ses propres risques.

Cette loi de cloisonnement bancaire, présentée au départ comme ambitieuse, sera finalement d'un impact limité. Le modèle de banque universelle n'est pas remis en question. L'aveu du PDG de la Société Générale ne peut être plus clair [\[9\]](#) : moins de 1 % des revenus seraient concernés. On est donc loin du retour au cloisonnement bancaire d'avant 1984. Le critère de cantonnement est ambigu. En effet, la frontière est poreuse entre la couverture du risque et la pure spéculation : la loi

avance un principe flou de « pertinence économique », et les banques pourraient être tentées de jouer sur ce vide juridique. Quant à la tenue de marché[10], il est difficile de faire la différence entre les activités spéculatives pour compte propre, qui devront être filialisées, et les activités permettant au marché de rester liquide : le *trading* à haute fréquence est ainsi le plus souvent pratiqué sous couvert d'accords de tenue de marché, donc la loi risque d'être un coup d'épée dans l'eau si le statut de teneur de marché n'est pas plus précisément défini[11].

La loi prévoit également d'interdire au groupe bancaire de détenir des parts d'un fonds spéculatif de type *hedge fund*. Or, les crédits accordés par les banques aux fonds spéculatifs sont toujours accompagnés de garanties. De ce point de vue, la loi aura également un faible impact.

... MAIS POUVAIT-ON ALLER PLUS LOIN ?

Trouver un autre paradigme économique pour le modèle bancaire est un exercice complexe. En pratique, une séparation bancaire pure et simple n'est pas sans inconvénient et, de façon générale, les limites aux réformes bancaires sont nombreuses.

Tout d'abord, limiter, voire priver, les banques d'investissement d'un accès aux dépôts comme source de liquidité les conduirait à un financement par endettement accru, ce qui pourrait être difficile à concilier avec les contraintes liées à la réglementation prudentielle Bâle III. Cette dernière vient d'être mise en place au 1^{er} janvier 2013. Elle est déjà très exigeante en matière de fonds propres.

Ensuite, il est important de noter que le risque bancaire n'est pas seulement inhérent aux activités de marché. Les contre-exemples récents sont nombreux. L'activité de crédit

immobilier a été une source importante de risque : en Espagne, la chute des prix immobiliers et l'insolvabilité des emprunteurs ont mis les banques en quasi-faillite ; aux Etats-Unis, la crise des *subprimes* est une crise du crédit immobilier qui a affecté les marchés grâce à des mécanismes sophistiqués de titrisation qui ont permis aux banques de sortir le risque de leur bilan (du moins en apparence) ; au Royaume-Uni, la *Northern Rock* est une banque de détail spécialisée dans les crédits immobiliers qui a subi de plein fouet la crise de liquidité et la crise immobilière. Dans une certaine mesure, les banques universelles ont joué un rôle important pour sauver les banques trop spécialisées : par exemple, *JPMorgan Chase* (universelle) a repris *Washington Mutual* (caisse d'épargne) et *Bear Stearns* (affaires), et *Bank of America* (universelle) a secouru *Merrill Lynch* (affaires).

De plus, la séparation est censée rendre plus étanches les activités bancaires. Mais, que se passera-t-il si la filiale qui gère la spéculation pour compte propre fait faillite et engendre de lourdes pertes pour la maison mère? Par le passé, deux des quatre principaux groupes français, BpCE et Crédit Agricole, ont déjà isolé leurs activités de marché dans leurs filiales respectives, Natixis et Cacib, et ont dû venir à leur rescousse en 2008 et 2011 respectivement. L'isolation semble donc très perméable.

Dans un contexte de globalisation financière, la compartimentation risque de ne jamais être effective. La finance globalisée permet, en principe, de tout interconnecter. C'est notamment le rôle des marchés interbancaires [\[12\]](#).

En pratique, il semble difficile pour un gouvernement de réformer, sans coordination avec les autres Etats, son secteur bancaire. Les banques nationales ont des filiales étrangères qui pourraient ne pas être soumises à cette réglementation. Et surtout, les banques étrangères concurrentes pourraient afficher une meilleure rentabilité, ce qui affaiblirait la

compétitivité des banques nationales. Au niveau européen, les intérêts nationaux diffèrent et chacun pourrait être tenté d'imposer son projet de loi. Si le rapport Liikanen est transformé en directive, chaque Etat membre aura l'obligation de la retranscrire en droit national. Pour l'instant, les législations de l'Allemagne et de la France prennent de l'avance. Il est possible que ces changements influencent une éventuelle directive future.

A trop vouloir compartimenter, on risque aussi de reporter les interconnexions vers des échelons moins visibles. Il ne faudrait pas tomber dans le piège d'une dangereuse illusion : on pense avoir éliminé un risque, en réalité, on l'a juste déplacé.

Enfin, trop de réglementation peut parfois tuer la réglementation. Dans le domaine financier, les contraintes réglementaires peuvent servir de support de spéculation. Ainsi, lorsqu'une banque a des difficultés pour respecter certaines contraintes réglementaires, les marchés sont particulièrement encouragés à spéculer pour provoquer et profiter de la défaillance. La prudence est donc de mise avant d'introduire de nouvelles réglementations.

A vouloir être trop strict sur l'application d'un principe de séparation, on pourrait aussi être amené à ne pas soutenir une banque d'affaires qui fait face à d'importants problèmes de liquidité. Pourtant, selon le principe « *too big to fail* », une telle décision n'est pas toujours judicieuse. Ne pas avoir soutenu *Lehman Brothers* est une punition qui a eu des effets collatéraux considérables et durables. Cette faillite a affecté toute la sphère économique et financière.

On notera au passage qu'une réglementation bancaire et financière interprétée comme un remède miracle peut avoir des effets délétères en matière de responsabilité individuelle et collective. On attend tout de la loi et on pense qu'elle résout tout. En même temps, il est très vraisemblable que les

vecteurs de la prochaine crise financière réussiront à contourner les contraintes réglementaires, d'où l'importance pour les autorités de contrôle de rester vigilantes et d'adopter en permanence une analyse critique.

DEPASSER LE SYMBOLE POLITIQUE

Les marges de manœuvre du gouvernement pour séparer les activités bancaires sont indéniablement limitées car trop réglementer pourrait s'avérer inefficace, voire dangereux. Par conséquent, cette loi de séparation bancaire n'est pas radicale et aura une portée modérée sur les banques. D'un côté, le gouvernement peut avoir la bonne conscience d'avoir fait quelque chose à l'instar de ses homologues étrangers. D'un autre côté, les banquiers ne sont probablement pas mécontents de donner le sentiment d'avoir servi, et surtout à moindres frais, l'intérêt général.

Certains n'y verront qu'un piètre symbole politique. D'autres chercheront à voir au-delà avec l'espoir que cette réforme soit perçue comme un signal fort adressé au monde bancaire. L'espoir ne sera peut-être pas vain puisque le principe de séparation est désormais inscrit dans la loi et un gouvernement futur aura tout loisir de le durcir.

En pratique, un changement de paradigme économique, qui conduirait à la raréfaction des spéculations dommageables, ne peut résulter d'une simple séparation des activités. Les lois bancaires ne doivent pas être trop compliquées car le diable a tendance à se cacher dans le détail. Les autorités de contrôle doivent en permanence conserver un regard critique sur le fonctionnement des marchés et la loi doit leur donner une certaine souplesse d'initiative pour définir quand et comment elles peuvent intervenir. Sur ces sujets, la déclaration de Volcker en 2011 est sans ambiguïtés [\[13\]](#) : « J'aurais écrit un projet de loi beaucoup plus simple. J'aurais adoré voir un

projet de loi de quatre pages qui interdit le *trading* pour compte propre et qui rend le conseil d'administration et le directeur général responsables de la mise en conformité. Et j'aurais voulu des régulateurs forts. Si les banques ne s'étaient pas conformées à l'esprit de la loi, elles les auraient eu à leurs trousses ». De nombreuses mesures visant à responsabiliser les professionnels de la finance (dirigeants et opérateurs de marchés) méritent également d'être étudiées. A ce titre, le rapport Liikanen propose de revoir les modes de rémunération des dirigeants et financiers des banques afin de les rendre plus compatibles avec une vision de long terme. La piste d'une responsabilité pénale[14] accrue des dirigeants du monde financier doit également être explorée. On peut également s'interroger sur la perméabilité des carrières professionnelles du secteur régulateur vers le secteur régulé. Dans ce domaine, il y a sûrement matière à rendre plus étanche le système. L'histoire récente n'a-t-elle pas montré qu'il était possible d'être tour à tour Président de la *Fed* puis conseiller avisé d'un riche et puissant *hedge fund*...

[1] La loi 45-15 du 2 décembre 1945 instaurait la spécialisation des institutions financières en classant les banques en trois catégories : les banques de dépôts, les banques d'affaires, les banques de crédit à long terme et à moyen terme (articles 4 et 5).

[2] La gestion d'actifs peut être exercée :

– soit pour compte propre (*proprietary trading*) : la banque achète ou vend des instruments financiers, financés directement par ses ressources. Ces ressources n'incluent pas seulement les fonds propres de la banque, mais aussi les dépôts des épargnants et les emprunts. Cela veut donc dire que, outre les fonds propres, les autres strates de financement de la banque, notamment les dépôts de la clientèle supportent indirectement un risque.

– soit pour compte de tiers (*non proprietary trading*) : contrairement à la gestion pour compte propre, les risques de crédit et de marché sont principalement pris par le client. Mais, sur certains produits, la banque peut toutefois supporter d'importants risques opérationnels.

[3]

http://lexpansion.lexpress.fr/economie/trading-pour-compte-propre-la-face-cachee-des-banques_233686.html.

[4] Le titre VI de la loi propose d'améliorer la régulation et est considéré comme une application de la « *Volcker Rule* », <http://useconomy.about.com/od/criticalissues/p/Dodd-Frank-Wall-Street-Reform-Act.htm>.

[5] Le rapport recommande une séparation des activités de marché pour compte propre mais aussi de certaines activités sur les marchés financiers et de produits dérivés pour compte de tiers.

[6] L'Allemagne prépare aussi un projet de loi, dans lequel les banques allemandes seront contraintes d'isoler leurs activités pour compte propre. Comme en France, le modèle de banque universelle ne sera pas remis en question. http://m.lesechos.fr/redirect_article.php?id=reuters_00495696&fw=1.

[7] Le rapport Vickers de septembre 2011 préconise un cloisonnement des activités de banque de détail et d'investissement, *via* une filialisation de l'activité banque de détail, complétée par une exigence de fonds propres de 10 % pour les banques de détail. Le gouvernement britannique s'est engagé à introduire ces réformes dans la loi en 2015, pour une mise en œuvre prévue d'ici 2019.

[8] Ce plan présente les différentes modalités possibles de rétablissement (recapitalisation, plan d'économie, restructuration, etc.) et doit exclure tout appel à un soutien financier public.

[9] « Nous estimons que, si en 2006-2007, 15 % des activités relevaient des activités de marché, parmi lesquelles 15 % à 20 % pouvaient être classées comme déconnectées de la clientèle, et par conséquent transférées à une filiale, cette proportion est désormais inférieure à 10 %, se situant autour de 3,5 % à 5 % en moyenne », Frédéric Oudéa, 30 janvier 2013, audition devant la Commission des Finances de l'Assemblée nationale, <http://www.assemblee-nationale.fr/14/pdf/cr-cfiab/12-13/c1213060.pdf>.

[10] L'activité de tenue de marché (« *market making* ») correspond à la présence permanente d'un intervenant qui apporte de la liquidité au marché.

[11] A cet égard, mentionnons l'amendement déposé par Karine Berger qui souhaite que Bercy fixe le seuil à partir duquel les activités de marché doivent impérativement être filialisées.

[12] Depuis 2008, la crise de confiance sur le marché bancaire a posé de grosses difficultés d'accès aux liquidités à certaines banques, bien que parfaitement solvables, ce qui a contraint les banques centrales à intervenir et à se substituer au marché interbancaire.

[13] "I'd write a much simpler bill. I'd love to see a four-page bill that bans proprietary trading and makes the board and chief executive responsible for compliance. And I'd have strong regulators. If the banks didn't comply with the spirit of the bill, they'd go after them", 22 octobre 2011, http://www.nytimes.com/2011/10/22/business/volcker-rule-grows-from-simple-to-complex.html?pagewanted=all&_r=0.

[14] A ce titre, la justice américaine n'hésite pas à entreprendre des actions contre les institutions financières qui ont failli à leurs devoirs. Voir par exemple, l'action récente contre Standard & Poor's, <http://www.bloomberg.com/news/2013-02-06/s-p-lawsuit-portrays->

[cdo-sellers-as-duped-victims.html](http://www.sec.gov/litigation/complaints/2010/comp-pr2010-59.pdf). Voir aussi, les poursuites engagées contre un ancien employé de Goldman Sachs : <http://www.sec.gov/litigation/complaints/2010/comp-pr2010-59.pdf> et <http://dealbook.nytimes.com/2013/01/31/trader-accused-of-misleading-clients-leaves-goldman/> ainsi que l'enquête sur la fameuse « baleine » de Londres : <http://www.reuters.com/article/2013/02/15/us-lehman-jpmorgan-londonwhale-idUSBRE91E00W20130215>.