

POUVAIT-ON ÉTEINDRE LA CRISE FINANCIÈRE CHYPRIOTE SANS AFFAIBLIR DURABLEMENT L'EUROPE ?

JEAN MESSIHA*
BRUNO-LAURENT MOSCHETTO**
FRÉDÉRIC TEULON***

La croissance économique de Chypre a été élevée pendant près de trente ans. Ce petit pays, devenu une place financière *offshore* (blanchiment sur grande échelle de capitaux russes grâce à une stratégie de moins-disant fiscal), a échappé aux diverses crises des années 1990 et 2000, tout en intégrant l'Union européenne en 2004 et la zone euro en 2008. Il a su utiliser, comme la Grèce, son avantage comparatif en matière de tourisme (en tant que pays méditerranéen ensoleillé) et il a su, comme son voisin, supporter le secteur des transports maritimes par une législation dérogatoire. L'examen de la balance des paiements (cf. tableau 1 *infra*) montre que les échanges extérieurs ont été portés par le tourisme (avec des recettes qui dépendent largement de l'évolution de la stabilité politique dans la région et des perspectives économiques en Europe de l'Ouest et en Russie) et, dans une moindre mesure, par le secteur maritime et les services financiers.

La composition des échanges extérieurs est typique d'un pays dont la structure productive est basée sur les services. L'afflux de capitaux étrangers – surtout des investissements de portefeuille

299

* Administrateur civil hors classe, économiste en chef, délégation aux affaires étrangères, ministère de la défense.

** Maître de conférences, université de Valenciennes, IDP-LARIME.

*** Département finance, IPAG Business School, Paris ; directeur, IPAG Research Lab.
Contact : frederic.teulon@dbmail.com.

Le point de vue exprimé ici n'est pas nécessairement celui des institutions auxquelles les auteurs appartiennent.

(cf. tableau 2) – dont a bénéficié l'économie chypriote ne s'explique pas par la recherche d'une diversification géographique des placements ou par des coûts de production particulièrement bas ; il est surtout lié au statut *offshore* de l'île (faiblesse des taux d'imposition) et au taux ahurissant de rémunération des dépôts à terme (supérieur à 5 % en 2009). Cet afflux de capitaux a facilité la mise en place d'infrastructures touristiques le long des côtes et a créé une bulle immobilière (cf. tableau 3).

Tableau 1
Balance des transactions courantes de Chypre en 2012
(en M€)

	Crédit	Débit	Solde
Marchandises	1 438,7	5 291,3	-3 852,6
Services	6 168,2	2 764,7	3 403,5
<i>dont tourisme</i>	2 013,7	994,7	1 019,0
<i>transport</i>	1 462,6	1 108,8	353,8
<i>services financiers</i>	504,6	132,0	372,6

Source : Banque centrale de Chypre (2012).

Tableau 2
Compte financier de Chypre en 2011 et 2012
(en M€)

	2011		2012	
	Flux	Solde	Flux	Solde
Investissements directs étrangers		130,6		727,1
<i>à l'étranger</i>		-1 584,4		-251,5
<i>à Chypre</i>	1 715,0		978,6	
Investissements de portefeuille		5 569,3		4 482,2
<i>actifs</i>	5 661,0		5 702,5	
<i>passifs</i>	-91,7		-1 220,3	

Source : Banque centrale de Chypre (2012).

Tableau 3
Prix de l'immobilier
(base 100 en 2002)

	2004	2006	2008	2010	2012
Chypre	102	128	191	176	138
Belgique	110	133	141	143	142
Espagne	136	165	159	142	116
Irlande	121	151	128	96	84

Source : FMI (2013, p. 27).

Le niveau de vie de la population s'est approché de celui de la moyenne des pays de l'Union européenne (cf. tableau 4) au risque de voir les salaires fixés non selon les conditions locales de productivité, mais en fonction de la région la plus productive de la zone euro. De fait, Chypre est devenu une zone à coût de main-d'œuvre élevé. Néanmoins, sa spécialisation dans les activités tertiaires lui a permis d'éviter une concurrence frontale avec des pays proches géographiquement et à salaires faibles (Égypte, Turquie, Liban et Syrie).

Tableau 4
Évolution du PIB par habitant
(base 100 : Europe des 27)

	1997	2003	2009	2012
Chypre	86	89	97	91
Grèce	82	92	93	75
France	115	112	107	108
Turquie	43	34	45	46

Sources : Eurostat ; Banque centrale de Chypre.

L'intégration dans la zone euro a provoqué un changement des prix relatifs (Pissarides, 2008 ; Arestis *et al.*, 2011) : les prix des biens échangeables ont été tirés vers le bas alors que les prix des biens non échangeables (comme la terre ou l'immobilier) ont été poussés vers le haut (sous l'impact notamment de la hausse des salaires).

301

Depuis 2010, les niveaux de vie entre le nord et le sud de l'Europe s'écartent à nouveau. On peut se demander si le rattrapage du niveau de vie des populations d'Europe du Sud n'a pas été une illusion statistique. Cette question a été discutée par les théoriciens de l'intégration (Viner, 1950 ; Lipsey, 1960 ; Krugman, 1993). Ainsi, Krugman (1993) soutient que l'intégration économique et financière conduit à un processus de spécialisation productive. Moins diversifiés et donc plus vulnérables aux chocs d'offre, les membres de l'union monétaire auront par conséquent des revenus de moins en moins corrélés (cela vient à l'appui de la thèse qui estime que depuis le lancement de l'euro, les pays membres de la zone ont cessé de converger).

Chypre représente un enjeu dont les éléments s'imbriquent à plusieurs niveaux (Blanc, 2001 ; Frigerio, 2001) :

- sur le plan interne, une opposition entre Chypriotes grecs et turcs sur la nature de l'État ;
- sur le plan régional, une fracture entre la Grèce et la Turquie en termes de sphères d'influence ;
- sur le plan européen, Chypre est un pays dont l'appartenance à l'Union européenne et à la zone euro ne va pas de soi, du fait respec-

tivement d'un problème de souveraineté (occupation du nord de l'île par la Turquie) et d'un risque de surévaluation monétaire (les particularités économiques plaident plutôt pour une autonomie en matière de taux de change) ;

– sur le plan international, un enjeu stratégique majeur sur la route du pétrole et de l'Orient, avec en toile de fond le Royaume-Uni (ancienne puissance coloniale), gestionnaire de bases militaires sur le sol chypriote et pays d'immigration ayant accueilli une importante communauté chypriote. Du fait de la partition du territoire (*taksim*) opérée en 1974, date de l'occupation du nord de l'île par la Turquie en réaction à une tentative de coup d'État destiné à mettre en place une union politique avec la Grèce (*enosis*), le gouvernement chypriote s'est retrouvé dans une situation comparable à la République fédérale d'Allemagne au moment de la signature du traité de Rome, bénéficiant de la reconnaissance internationale, mais ne contrôlant qu'une partie de son territoire. Paradoxalement, cette partition n'a pas affecté les possibilités de développement de Chypre (Eichengreen *et al.*, 2004).

Depuis le milieu de l'année 2012, confronté à une crise financière de grande ampleur, Chypre est devenu un pays proche de la faillite. Le Parlement chypriote a d'abord refusé de mettre en œuvre un premier plan de sauvetage (plan A), puis accepté un deuxième plan amendé (plan B) afin d'éviter d'être en situation de défaut de paiement et de sortir de la zone euro. Dos au mur, Chypre a finalement accepté de mettre en œuvre ce vaste plan de sauvetage dont les conditions ont été imposées de l'extérieur.

La littérature théorique sur la crise chypriote est peu développée. Nous nous proposons ici de caractériser cette crise d'un point de vue pragmatique et factuel, en nous appuyant sur les travaux de Forbes et Rigobon (2002) sur la contagion financière, de De Grauwe (2012) sur la fragilité des ajustements budgétaires dans une union monétaire, et tout en étudiant la question de l'optimalité de la zone euro telle qu'elle se présente aujourd'hui (Teulon, 2011 ; Lane, 2012).

LA CRISE FINANCIÈRE CHYPRIOTE

La crise financière chypriote est liée à la conjonction de trois événements :

- la restructuration imposée aux créanciers privés de la Grèce au printemps 2012, qui s'est traduite par une brutale dévalorisation des titres de la dette publique grecque détenus par les Chypriotes ;
- le dégonflement de la bulle immobilière (cf. tableau 3 *supra*) et la contraction du crédit (scénario classique étudié dans une perspective historique par Schularick et Taylor, 2012) ;

– un climat général de défiance vis-à-vis des pays d'Europe du Sud (le fait que le FMI – Fonds monétaire international – reconnaisse publiquement son erreur d'appréciation et de gestion des difficultés grecques a compliqué encore plus la situation).

Encadré
Repères chronologiques

- 1960 : La République de Chypre obtient son indépendance du Royaume-Uni.
- 1964 : Envoi de casques bleus (ONU) pour mettre fin aux combats entre Chypriotes grecs et turcs.
- 1974 : Partition du pays.
- 2001 : En intégrant la zone euro, la Grèce accède à des taux d'emprunt plus faibles, ce qui est de nature à encourager l'augmentation des dépenses publiques.
- 2004 : 1^{er} janvier – Adhésion de Chypre à l'Union européenne.
- 2005 : Mai – Chypre rejoint l'*European Exchange Rate Mechanism* (ERM2).
- 2007 : Juillet – Début de la crise financière aux États-Unis.
- 2008 : 1^{er} janvier – Intégration de Chypre dans la zone euro.
Février – Sur le marché obligataire, l'écart de taux (*spread*) entre la Grèce et l'Allemagne commence à se creuser (début de la crise de la dette souveraine en Europe).
15 septembre – La faillite de Lehman Brothers rappelle le rôle crucial des banques dans l'amplification des fluctuations macroéconomiques.
- 2011 : Octobre – La Russie accorde à Chypre un prêt de 2,5 Md€.
- 2012 : Juin – La crise financière atteint de plein fouet Chypre. Le gouvernement fait appel au FMI et à l'Union européenne pour obtenir une assistance.
Dégradation de la note souveraine par l'agence Moody's (de deux crans en juin, de Ba1 à Ba3 ; de trois crans en octobre, de Ba3 à B3).
Septembre – Programme « *Outright Monetary Transaction* » de la Banque centrale européenne (BCE).
- 2013 : 19 mars – Le Parlement chypriote rejette le premier plan (A) de sauvetage initialement accepté par le président Nicos Anastasiades.
25 mars – Un accord (plan B) est conclu avec la troïka.

La crise grecque a touché Chypre par plusieurs canaux de transmission (Guesmi *et al.*, 2013 ; Messiha et Teulon, 2013) :

– *le canal du prix des actifs*. La chute des cours de la Bourse d'Athènes a provoqué la chute de la Bourse de Nicosie (effondrement des cours et des transactions). Les ménages détenteurs de titres financiers ont réduit leur consommation. Néanmoins, il semble que cet effet de richesse ait été limité (consommation des ménages en baisse de 2,7 % en 2012) car les capitaux investis en Bourse représentaient de l'épargne qui n'était pas destinée à alimenter la demande des ménages (Orphanides et Syrichas, 2012) ;

– *le canal du crédit*. La hausse des taux d'intérêt grecs a été à l'origine d'un processus de défiance vis-à-vis de tous les pays périphériques. L'hypertrophie du secteur bancaire chypriote a aggravé la situation : alors que les actifs détenus par les banques sont de 3,5 fois la valeur du PIB en moyenne dans la zone euro, ce coefficient est de 7,5 à Chypre (FMI, 2013), une situation comparable à celle de Malte ou de l'Irlande. Seul le Luxembourg – avec un ratio des actifs bancaires rapportés au PIB de 22 pour 1 – est dans une situation encore plus atypique ;

– *le canal commercial*. Un peu plus d'un cinquième des exportations de Chypre sont à destination de la Grèce (comme tout pays de petite dimension ayant un degré d'ouverture sur l'extérieur élevé, l'économie chypriote est très intégrée sur le plan régional) ;

– *le canal des finances publiques*. Les banques chypriotes étaient surexposées au risque grec. Affaiblies par les pertes sur les titres financiers grecs, elles représentent désormais un poids pour le budget de l'État puisqu'il a été nécessaire de les renflouer. Dans un contexte d'incertitude, les investisseurs réallouent leurs portefeuilles en direction des titres les moins risqués. Les marchés obligataires allemand et français ont bénéficié d'un effet d'aubaine aux dépens des marchés financiers d'Europe du Sud (Barrios *et al.*, 2009). L'« effacement volontaire » d'une partie de la dette souveraine grecque imposé aux créanciers conjugué avec de nombreuses défaillances de la part d'emprunteurs helléniques privés a conduit inéluctablement à une crise bancaire (Bourguignon, 2013).

Les difficultés de Chypre sont directement liées au plan de restructuration de la Grèce. Dans le processus d'effacement de 107 Md€ de dette souveraine grecque, Chypre a perdu 4,2 Md€ du fait des quantités importantes de titres de la dette publique grecque détenues par les banques chypriotes (soit près de 25 % de la production de richesse annuelle, puisque le PIB de Chypre est de l'ordre de 18,5 Md€).

Le pays a été placé en face de ses responsabilités, mais la résolution de la crise fait abstraction des critères politiques et géopolitiques qui

forment pourtant le nœud du problème chypriote : absence de véritable solidarité budgétaire au sein de la zone euro, admission aux forceps de la Grèce dans l'euro, alors que l'on savait, dès les années 1980, que l'État grec ne parvenait pas à récupérer les impôts et qu'il avait engagé des réformes dispendieuses (Hibou, 1997), conflit helléno-turc qui fait de Chypre l'allié objectif de la Grèce (Bertrand, 2004) et situation particulière des pays périphériques d'Europe du Sud (Trimikliniotis, 2001).

Afin d'intégrer la zone euro, Chypre a mené entre 2004 et 2008 un programme d'austérité budgétaire. Ainsi, en 2010, avant le défaut ordonné de la Grèce, le pays affichait un ratio « dette publique/PIB » de 61 % sensiblement inférieur aux ratios français et allemand (cf. tableau 5). La crise chypriote n'est donc pas initialement de la dette souveraine, les problèmes d'endettement se situent plutôt au niveau des ménages et des entreprises (cf. tableau 6).

Tableau 5
Évolution de la dette publique et du solde budgétaire chypriotes
(en % du PIB)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Dette	69,9	70,3	69,4	64,7	58,8	58,9	58,5	61,5	71,1	85,8
Solde	-6,3	-4,0	-2,6	-1,2	+2,5	+0,7	-6,1	-5,3	-6,0	-5,1

Sources : Eurostat ; Banque centrale de Chypre.

Tableau 6
Endettement total d'une sélection
de pays européens en 2010
(en % du PIB)

	Ménages	Entreprises	Gouvernement	Total
Grèce	60,7	62,9	165,6	289,2
Italie	45	80,9	121,1	247,0
Irlande	118,9	222	109,3	450,2
Portugal	95,5	152,5	106	354,0
Allemagne	61,6	66,5	81,5	209,6
Espagne	85,7	140,7	70,1	296,5
Chypre	159,2	144,5	61,5	365,2

Sources : Eurostat ; Banque centrale de Chypre.

La crise chypriote de la dette (16 Md€ de dette publique en 2012) peut donc être présentée comme un dommage collatéral provoqué par la crise grecque. L'envolée de la dette publique à partir de 2011 (cf. tableau 5) est liée au ralentissement de la croissance, à la recapita-

lisation des banques et à l'accroissement du coût des emprunts. La contagion financière – qui s'opérait encore dans un passé récent par les taux de change (Eichengreen *et al.*, 1996) et par le prix des actions (Forbes et Rigobon, 2002 ; Billio et Pelizzon, 2003) – tend à se faire au travers des variations de taux d'intérêt et des stocks de dettes publiques. Elle renvoie moins au comportement moutonnier des opérateurs (*herding behavior*) ou à des problèmes de liquidité (ventes d'actifs financiers non encore affectés par la crise pour compenser les pertes sur d'autres segments de portefeuilles) qu'à un problème d'exposition des banques à des risques non maîtrisés.

En 2013, avec un ratio d'endettement public supérieur à 90 % – seuil considéré comme critique (de nature à affecter gravement les possibilités de croissance) par Reinhart et Rogoff (2010 et 2011) –, Chypre entre dans une zone dangereuse. Néanmoins, l'annonce faite par la BCE en septembre 2012 de la mise en place d'un programme OMT (*Outright Monetary Transaction*), qui prévoit la possibilité d'achat d'obligations de la zone euro sur le marché secondaire (à des conditions strictes), a permis une détente générale des taux sur les marchés obligataires d'Europe du Sud.

306

Notons que dès le mois de juin 2012, une demande de renflouement du secteur bancaire de 17,5 Md€ avait été formulée par les autorités de l'île, requête jugée non urgente à l'époque par l'Eurogroupe. Depuis lors, la situation n'a cessé d'empirer au point de devenir financièrement insoutenable (les besoins financiers du pays ont été estimés en mars 2013 à 23 Md€).

De notre point de vue, Chypre se trouve au cœur de l'un des paradoxes européens : en voulant à tout prix faire fonctionner l'euro, alors que les conditions minimales de gouvernance de la zone n'étaient pas réunies, et en privilégiant la stabilité monétaire (priorité absolue donnée à la lutte contre l'inflation), conformément aux enseignements de la théorie économique dominante (voir notamment Rogoff, 1985), la construction européenne favorise une instabilité financière qui risque de conduire certains États à la faillite.

Les répercussions mondiales de la crise des *subprimes* ont représenté une énigme manifeste (Adrian et Shin, 2008) puisque le secteur des prêts hypothécaires américains à risque occupait une place relativement peu importante au regard de la taille du marché financier global. De la même façon, il était difficile de penser que l'économie chypriote, qui ne représente que 0,2 % du PIB de la zone euro, puisse être à l'origine d'une crise systémique. Cela s'explique par le fait que dans une même zone monétaire, les banques, les investisseurs, les débiteurs et la banque centrale sont liés par des chaînes multiples de financement et de refinancement croisés. Par conséquent, la dé-

faillance de l'un d'entre eux peut à tout moment entraîner des pertes ou des défaillances pour les autres membres de la chaîne, voire d'une autre chaîne qui la croise.

LE PLAN DE SAUVETAGE

Le dessein initial de l'Union économique et monétaire (UEM) européenne était d'éviter le surendettement des États et les effets de débordement par deux types de mesures : (1) le Pacte de stabilité qui limite la dette publique à 60 % du PIB (principe déjà présent dans le traité de Maastricht et repris dans le traité sur la stabilité de 2013), (2) la clause de *no bail out* qui interdisait à la BCE de venir au secours des pays en difficulté. La crise de la dette souveraine a balayé cette logique et ouvert la voie à d'autres types de mesures. Face à la crise chypriote, les autorités européennes se sont trouvées devant un dilemme :

– financer intégralement la restructuration bancaire. Les capitaux russes ont pesé sur l'attitude de l'Union européenne et de l'Allemagne, qui craignaient que ce soit *in fine* les gros comptes russes qui bénéficient de l'aide européenne, d'où le refus de sauver les capitaux russes avec l'argent des contribuables européens ;

– exiger de Chypre qu'il recapitalise lui-même ses banques, solution finalement rejetée car elle aurait eu pour conséquence d'augmenter trop fortement la dette publique ;

– remettre en cause le principe de sanctuarisation des comptes bancaires, étant donné qu'une grande partie des dépôts sont russes, on peut avoir l'impression que taxer ces dépôts épargne les Européens (Rehman, 2013).

La contagion de la crise financière de 2008 du secteur privé en direction des comptes publics, *via* les bilans des institutions financières, pose la question suivante : un gouvernement est-il responsable au niveau international des dettes de ses banques et de leur éventuelle insolvabilité (Waibel, 2011) ? Chypre fait figure de laboratoire puisqu'on a cherché à transférer les risques et les coûts sur le secteur privé. Le plan de sauvetage initial (plan A) – conclu le 16 mars 2013, mais non avalisé par le Parlement – prévoyait notamment de taxer tous les dépôts bancaires à hauteur de 6,75 % pour les dépôts inférieurs à 100 000 euros et à 9,9 % pour les dépôts supérieurs à ce seuil. Cet impôt sur le capital devait dégager 5 Md€ à 6 Md€ et constituait la contrepartie du prêt de 10 Md€ que l'Union européenne (9 Md€) et le FMI (1 Md€) étaient prêts à consentir à l'État chypriote. Du fait de la colère de la population, le Parlement chypriote a refusé de voter le plan qui lui a été soumis le 19 mars 2013. Le caractère draconien du plan A (remise en cause du principe de garantie des petits dépôts)

pousse à se demander si l'on n'a pas voulu appliquer à Chypre une double peine : une peine au titre de maillon faible de la zone euro, puis une peine en tant que paradis fiscal.

Avec le plan A, la troïka prenait le risque de provoquer une panique bancaire dans toute l'Europe du Sud. Le plan B (plus équilibré) préfigure sans doute les restructurations financières à venir qui pourraient toucher d'autres pays. Il a été conclu par l'Eurogroupe le 25 mars 2013 et il repose sur deux volets permettant au total de mobiliser 23 Md€ :

- le FMI et l'Union européenne (MES – Mécanisme européen de solidarité) prêtent respectivement 1 Md€ et 9 Md€ (*bail out*). À l'évidence, l'Europe n'avait pas vraiment besoin de ce milliard prêté par le FMI, mais il permet d'introduire cette organisation internationale à la table des négociations ;

- Chypre contribue à hauteur de 13 Md€ (*bail in*). Cette somme provient essentiellement de la taxation des dépôts supérieurs à 100 000 euros (et uniquement de ceux-là) et, accessoirement, de privatisations, de hausses d'impôts et de ventes d'or. En renonçant à toute taxation des dépôts inférieurs à 100 000 euros, ce plan instaure un prélèvement qui est assimilable à un impôt sur la fortune.

De fait, Chypre a été mis sous tutelle économique et la crise financière a été circonscrite. Les mesures d'ajustement mises en avant par l'Union européenne reposent sur la logique suivante : créer une base solide pour enrayer toute panique ou propagation de la crise, restaurer la crédibilité du secteur financier et promouvoir des réformes structurelles. Notons qu'un débat est né au sein même de la BCE sur la situation exceptionnelle de Chypre (c'est le point de vue de Mario Draghi, président de la BCE) ou si ce pays devait être considéré comme le laboratoire des futures restructurations visant à transférer une partie des risques sur le secteur privé (Jeroen Dijsselbloem, président de l'Eurogroupe). Pour Mario Draghi, la crise chypriote est une démonstration *a contrario* de la nécessité d'accélérer la mise en place du Mécanisme de supervision bancaire européen, mais le chemin sera semé d'embûches (Véron, 2012). L'année 2014 sera déterminante puisque la BCE se verra confier la supervision des deux cents plus grandes banques européennes. La doctrine ne semble pas encore totalement stabilisée, si l'on en croit Mario Draghi (conférence de presse du 4 avril 2013) : « Un *bail in*, autrement dit un système qui permet aux banques de faire porter les conséquences de leurs défaillances sur les créanciers, n'est pas un problème. C'est l'absence de règles *ex ante*, connues de tous, qui le rend problématique. » Le malheureux épisode de la crise de Chypre a servi – semble-t-il – d'inspiration pour la conception du *bail in* intégré dans le dispositif de résolution bancaire de la future union bancaire.

Chypre est sommé de procéder à une restructuration profonde de son secteur bancaire. La Laïki Popular Bank, deuxième banque du pays, a été contrainte de déposer le bilan et a été scindée en deux. Ainsi, une structure de défaisance (*bad bank*) héberge les actifs toxiques et les dépôts non sécurisés supérieurs à 100 000 euros. Les prêts non risqués et les dépôts inférieurs à 100 000 euros (garantis) sont placés au sein d'une structure particulière et saine (*good bank*). Cette dernière a été fusionnée avec la Bank of Cyprus (première banque du pays). 37,5 % des dépôts excédant 100 000 euros sont convertis en actions de la Bank of Cyprus afin de la recapitaliser. 22,5 % de ces dépôts sont temporairement gelés afin de faire face à d'éventuelles difficultés supplémentaires. Le solde de 40 % porte un intérêt qui ne sera versé qu'à partir du moment où la banque sera sortie de ses difficultés.

DES INCERTITUDES ET DES DOUTES

Chypre est le cinquième pays de la zone euro à bénéficier d'une aide massive (après la Grèce, l'Irlande, le Portugal et l'Espagne). Il n'est pas sûr que l'on ait tiré toutes les leçons des expériences précédentes. En tout cas, ces diverses crises illustrent la fragilité d'une union monétaire sans unification bancaire, sans solidarité budgétaire et autres mécanismes amortisseurs. Ces crises renforcent les doutes sur l'optimalité de la zone euro (Teulon, 2011 ; Lane, 2012) et sur l'opportunité d'intégrer dans la monnaie unique les devises de pays périphériques (drachme, livre chypriote, escudo...).

309

Le montant initial requis pour le sauvetage de Chypre, 17,5 Md€, est une goutte d'eau que le MES aurait pu financer sur une partie, au demeurant modeste, de ses fonds propres. Si cela avait été la solution choisie, l'Union européenne aurait non seulement colmaté définitivement le risque, mais aussi elle aurait initié un processus de diffusion rapide de la confiance en direction des autres marchés fragilisés par la crise. *A contrario*, le fait d'avoir failli sur un problème aussi circonscrit aura contribué à installer le doute. Les conditions assorties à la première intervention du MES ont installé un climat de défiance dans l'ensemble de la zone euro. Deux événements d'une gravité exceptionnelle ont marqué la négociation de ce plan et sont de nature à créer un précédent qu'il sera difficile d'oublier :

- la volonté de taxer les dépôts, en violation directe des engagements solennels pris jusqu'ici par la BCE ;
- l'exclusion ponctuelle de Chypre du Système européen de banques centrales (SEBC), isolant temporairement le pays.

Ainsi, ce programme a remis en cause l'intangibilité des deux principes fondamentaux régissant le service public de la banque que sont la

garantie des encaisses monétaires de la population et la garantie de l'intégrité du système des paiements.

La limitation des mouvements de capitaux avait pour but d'éviter une trop grande pression sur les banques lors de leur réouverture quelques jours plus tard. Pour autant, la fuite des capitaux n'a pu être empêchée (4 Md€ à 10 Md€ seraient parvenus à quitter l'île, entre le 16 mars et le 25 mars – Dupré, 2013) par le biais des filiales de la Laiki Popular Bank et de la Bank of Cyprus, ainsi que par des clauses d'exception instaurées par la BCE afin de maîtriser les risques économiques liés au blocus qu'elle organisait parallèlement. En violation de l'article 63 du TFUE (traité sur le fonctionnement de l'Union européenne), des limitations drastiques ont été établies par le gouvernement chypriote afin de limiter l'ampleur de l'hémorragie de capitaux. Cette mesure a provoqué deux effets contradictoires, l'un financier, l'autre réel :

- sur le plan financier, le risque d'une fuite des capitaux a milité pour la prorogation d'un contrôle strict des mouvements de capitaux ;
- concomitamment et en termes réels, cette mesure a entraîné une exclusion de Chypre des transactions commerciales internationales (puisque importateurs et exportateurs nationaux ne peuvent ni payer, ni être payés), ce qui a constitué une pression en faveur de sa levée rapide.

310

La situation est pour le moins paradoxale puisqu'on a instauré un contrôle des capitaux à l'intérieur d'une zone où une monnaie unique est supposée circuler librement. Chypre a été contraint de ne plus appliquer l'un des principes sur lesquels l'Union européenne s'est construite : l'absence de contrôle des changes.

L'isolement de la place financière de Chypre du reste de la zone euro a contribué de fait à différencier pendant un temps les euros circulant à Chypre de ceux circulant en dehors. Tout s'est passé comme si deux unités monétaires distinctes avaient coexisté, un « euro chypriote » et un « euro zone », le premier subissant une décote par rapport au second. Cette décote découle directement de la non-fongibilité temporaire entre « euro chypriote » et « euro zone », elle représente l'équivalent d'un taux de change fictif.

Les crises grecque, irlandaise, portugaise, espagnole ou chypriote ont conduit la BCE à mettre en œuvre des mesures inédites susceptibles d'ébranler les objectifs poursuivis (lutte contre l'inflation) et la crédibilité d'une institution supposée être la garante de la stabilité (Ugolini, 2011 ; Wearden, 2013). Les États et les politiques publiques sont pris dans le « dilemme de la poule mouillée » mis en évidence par Sargent et Wallace (1981). Comment rendre compatible une politique monétaire restrictive et une politique budgétaire laxiste ? Qui des autorités

monétaires et budgétaires céderont les premiers ? De fait, la succession des crises contraint la BCE à mener une politique accommodante et l'offre de monnaie tend ainsi à devenir essentiellement endogène. Dans *Les incendiaires*, Artus (2007) montre que les banques centrales ont depuis les années 1980, lors de chaque crise financière, injecté des liquidités qui certes ont permis d'éviter une crise systémique, mais qui n'ont fait que donner de nouveaux moyens aux spéculateurs pour nourrir la bulle suivante.

QUEL AVENIR POUR CHYPRE ?

Comme tout pays soumis à un programme drastique d'austérité, Chypre doit faire face à une récession dont l'ampleur a été sous-estimée. Blanchard et Leigh (2013) notent que les multiplicateurs fiscaux sont plus élevés que dans le passé en Europe, ce qui explique pourquoi les programmes de consolidation fiscale conduisent à un effondrement de la croissance. Chypre peut-il supporter une thérapie de choc ? Quel est l'intérêt de long terme du pays ? La réduction des déficits budgétaires peut favoriser les générations futures (réduction du stock de dettes publiques transmis par les parents à leurs enfants). Mais si elle ne se traduit pas par des coupes sombres dans les budgets de l'éducation ou des infrastructures publiques, elle peut très bien désavantager ces générations au lieu de les aider. Des craintes et des doutes persistent sur le caractère adéquat des mesures adoptées. Un cercle vicieux pourrait s'instaurer durablement : les mesures d'austérité réduisent les possibilités de croissance, ce qui fait automatiquement augmenter le ratio « dette/PIB », ce qui justifie de nouvelles mesures d'austérité...

311

Quatre problèmes risquent de conjuguer leurs effets et d'affecter les pays de la zone euro :

– *L'impact sur les entreprises.* L'actuelle paralysie de l'économie chypriote est propre à inspirer une généralisation de la méfiance des entrepreneurs à l'égard des pays en difficulté de la zone euro et, par conséquent, à stimuler une délocalisation de l'appareil de production. Le plan de sauvetage ne fait pas de différence entre personnes physiques et morales disposant de dépôts bancaires supérieurs à 100 000 euros. La loi de restructuration bancaire votée le 22 mars 2013 laisse toutefois à l'État chypriote la liberté d'assujettir ou non les personnes morales à la taxe sur les dépôts. Les autorités chypriotes, placées sous une pression financière extrême, pourraient bien choisir de sacrifier les capacités de production du pays afin d'améliorer le rendement des prélèvements ;

– *L'impact sur les banques.* La recommandation de la troïka de relever en pleine crise le ratio des capitaux propres est de nature à provoquer un *credit crunch* (phénomène notamment étudié par Bernanke et Lown (1991) ou, plus récemment, par Goodhart (2009) ou Mechaelides

(2012)). La taxation partielle des dépôts et l'adoption d'un contrôle des changes drastique constituent une violation du pacte de confiance qui liait jusqu'à présent les épargnants et leur banque. La crédibilité des banques semble avoir été durablement ébranlée. Ainsi, le plan censé sauvegarder le secteur bancaire risque de précipiter sa chute ;

– *l'impact sur les déposants*. La panique bancaire annoncée à Chypre le jour de la réouverture des banques n'a pas eu lieu du fait de la garantie maintenue sur les petits dépôts et parce que les retraits supérieurs à 300 euros restaient interdits. Mais la fuite des capitaux par voie électronique pendant la période de fermeture des banques en dit long sur les velléités de *bank run* de la population chypriote et européenne. Le risque de course aux guichets peut désormais resurgir – qu'il soit justifié ou non – dès que sera évoquée l'hypothèse d'une aide financière de l'Union européenne à un État de la zone euro. Par ailleurs, le prélèvement opéré sur les dépôts constitue un précédent susceptible d'inciter les ménages à placer leurs avoirs dans plusieurs banques de façon à ne jamais dépasser le seuil des 100 000 euros ;

– *le point de vue des investisseurs*. La taxation des dépôts bancaires supérieurs à 100 000 euros, ainsi que les déclarations à la presse de Jeroen Dijsselbloem, selon lesquelles la taxe chypriote pourrait être étendue à d'autres pays en difficulté, sont de nature à fragiliser le financement des économies au sein de la zone euro. Ainsi, un volume important de capitaux en provenance du Moyen-Orient pourrait aller se replacer en dehors de la zone euro, au profit d'autres devises (dollars ou livres sterling).

De notre point de vue, les institutions européennes ont manqué, sur le dossier chypriote, l'occasion d'asseoir leur crédibilité à bon compte. Non seulement elles n'ont pas profité de la modestie du problème chypriote pour montrer comment elles pouvaient empêcher les risques systémiques de se développer dans la zone euro, mais aussi elles ont mené une action qui s'est avérée procyclique. Ainsi, face à la dégradation de la situation de Chypre, l'Europe, de concert avec le FMI, a présenté un premier plan de sauvetage, dont l'une des mesures – la taxation de l'ensemble des dépôts – a eu pour effet d'aggraver la crise qu'elle souhaitait combattre.

Chypre est désormais confronté à une récession majeure et à un problème de compétitivité. Quelle reconversion peut-on envisager pour l'économie de ce pays ? C'est peut-être la question la plus importante vis-à-vis de laquelle le plan de sauvetage n'apporte pas de réponses. Plusieurs hypothèses peuvent être avancées.

Si Chypre souhaite rester une place financière *offshore*, la sortie de la zone euro semble pour l'instant exclue (la réintroduction de la livre chypriote conduirait inéluctablement – et au moins dans un premier

temps – à une très forte dépréciation monétaire). Pourtant, de plus en plus de voix plaident en faveur d'une sortie au moins temporaire de la zone euro pour les pays les plus fragiles comme la Grèce ou Chypre (Allen et Ngai, 2012 ; Trimikliniotis, 2013). Cette solution permettrait à Chypre de retrouver une compétitivité commerciale et une certaine maîtrise de sa dette publique (à condition que cette dette soit convertie dès le départ en livres chypriotes). Le pays pourrait alors revenir par la suite dans la zone euro à un taux de change plus favorable ou rester définitivement à l'extérieur.

Un certain nombre de pays européens, surtout au nord, ont mené des politiques visant à accroître leur productivité et leur compétitivité. Plusieurs autres pays, principalement au sud, ont connu une expansion rapide du crédit, ce qui a alimenté une inflation du prix des actifs (principalement sous la forme de bulles immobilières) et conduit à des déficits des paiements courants et à une baisse de compétitivité. La priorité donnée au maintien de la zone euro sous sa forme actuelle ne peut déboucher que sur des programmes d'austérité dont les effets sont très incertains et dont Chypre pourrait chercher à s'affranchir (en l'absence de dévaluation, l'ajustement ne peut se faire que par la baisse des salaires).

Les milliards manquant pour relancer l'économie locale pourraient être trouvés au sein du fonds de solidarité dont la dotation proviendrait de l'exploitation future de gisements de gaz *offshore* situés en mer Égée (dont la propriété est aussi revendiquée par la Grèce et la Turquie).

Le modèle économique sur lequel Chypre avait construit une certaine prospérité (forte attractivité du territoire national permettant l'accueil de touristes et de capitaux étrangers) est désormais remis en cause (Richard, 2013). Des doutes subsistent quant à l'efficacité des décisions adoptées : le plan de sauvetage démantèle ce qui a assuré jusqu'à présent l'attractivité de Chypre sans vraiment proposer de solution alternative. Certes, on ne peut que se féliciter d'une certaine moralisation de la finance, mais on peut regretter que l'Europe ne remette pas en cause les autres systèmes bancaires surdimensionnés et les autres centres *offshore* (Malte, Luxembourg, îles anglo-normandes...).

Comme l'ont reconnu Wolfgang Schäuble, ministre des finances allemand, et Olli Rehn, commissaire européen aux affaires économiques et monétaires, l'avenir proche de Chypre est incertain. Il ne sera ni facile, ni sans douleur. Le pays est entré dans une zone de turbulences : contraction du PIB (-2,5 % en 2012, -3,9 % en 2013, selon la Commission européenne) liée à la restructuration du secteur bancaire et gonflement de la dette publique (85 % en 2012, sans doute près de 110 % l'année suivante, selon FMI, 2013) alimenté par les prêts de

l'Europe et du FMI. La situation de Chypre met en évidence (comme cela a été le cas pour la Grèce) le poids des contraintes nationales dans le processus d'intégration européenne et les difficultés structurelles de régulation au sein de la zone euro. Le contrôle des changes nous renvoie à une réalité occultée depuis la signature du traité de Maastricht : le caractère supranational de l'euro rencontre des limites liées à la souveraineté des États qui gardent des moyens de pression sur la BCE et sur le pilotage de la masse monétaire en circulation dans la zone.

BIBLIOGRAPHIE

- ADRIAN T. et SHIN H. (2008), « Liquidity and Leverage », article présenté au Financial Cycles, Liquidity and Securitization Conference au FMI, à Washington, le 18 avril.
- ALLEN F. et NGAI V. (2012), « In What Form Will the Eurozone Emerge from the Crisis? », Wharton, *Working Paper*, n° 12.
- ARESTIS P., BILLAS Y., IOAKIMOGLU E. et KALOSINATOS P. (2011), *The Competitiveness of Cyprus Economy after the Adoption of Euro*, INEK-PEO.
- ARTUS P. (2007), *Les incendiaires. Les Banques centrales dépassées par la globalisation*, Perrin.
- BANQUE CENTRALE DE CHYPRE (2012), *Economic Bulletin*, décembre.
- BARRIOS S., IVERSEN P., LEWANDOWSKA M. et SETZER R. (2009), « Determinants of Intra-Euro Area Government Bond Spreads during the Financial Crisis », Commission européenne, *Economic Paper*, n° 388.
- BERNANKE B. et LOWN C. (1991), « The Credit Crunch », *Brookings Papers on Economics Activity*, n° 2, pp. 205-248.
- BERTRAND G. (2004), *Le conflit helléno-turc : la confrontation des deux nationalismes à l'aube du XXI^e siècle*, Maisonneuve & Larose.
- BILLIO M. et PELIZZON L. (2003), « Volatility and Shocks Spillover before and after EMU in European Stock Markets », *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 13, n° 4-5, pp. 3-340.
- BLANC F. (2001), « Géopolitique de Chypre et jeux d'échelles », Groupe de recherche et d'études sur la Méditerranée et le Moyen-Orient (GREMMO), *Cahiers de recherche*, n° 9, pp. 21-35.
- BLANCHARD O. et LEIGH D. (2013), « Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers' », International Monetary Fund, *Working Paper*, n° WP/13/1.
- BOURGUIGNON F. (2013), « Crise chypriote : une cascade d'erreurs ! », *Les Échos*, 4 avril.
- COMMISSION EUROPÉENNE (2013), « The Economic Adjustment Programme for Cyprus », *Occasional Papers*, n° 149.
- DE GRAUWE P. (2012), « The Governance of a Fragile Eurozone », *Australian Economic Review*, vol. 45, n° 3, pp. 255-268.
- DUPRÉ D. (2013), « Le sauvetage des banques chypriotes a épargné les mafias, mais pas les contribuables », *Le Monde*, 15 avril.
- EICHENGREEN B., FAINI R., HAGEN J. et WYPLOSZ C. (2004), *Economic Aspects of the Annan Plan for the Solution of the Cyprus Problem*, Rapport au gouvernement de Chypre.
- EICHENGREEN B., ROSE A. et WYPLOSZ C. (1996), « Contagious Currency Crises », *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 98, pp. 463-484.
- FMI (Fonds monétaire international) (2013), *Cyprus: Request for Extended Arrangement under the Extended Fund Facility*, IMF Country Report, n° 13/125.
- FORBES K. J. et RIGOBON R. (2002), « No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Comovements », *Journal of Finance*, vol. 57, n° 5, pp. 2223-2261.

- FRIGERIO F. (2001), « Quelle fédération pour Chypre ? », Groupe de Recherche et d'études sur la Méditerranée et le Moyen-Orient (GREMMO), *Cahiers de recherche*, n° 9, pp. 9-19.
- GOODHART C. (2009), « Procyclicality and Financial Regulation », Bank of Spain, *Estabilidad Financiera*, vol. 16.
- GUESMI K., ABID I. et FTITI Z. (2013), « Greece's Stock Market Integration into Southeast Europe », IPAG, *Working Papers Series*.
- HIBOU B. (1997), « La Grèce dans l'Europe : le révélateur budgétaire », *Cahiers d'étude sur la Méditerranée orientale et le monde turco-iranien*, vol. 23, pp. 12-18.
- KRUGMAN P. (1993), « Lessons of Massachusetts for EMU », in Torres F. et Giavazzi F., *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, Cambridge University Press.
- LANE P. (2012), « The European Sovereign Debt Crisis », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 26, n° 3, pp. 49-68.
- LIPSEY R. (1960), « The Theory of Customs Unions: a General Survey », *Economic Journal*, vol. 70, pp. 496-513.
- MECHAEILIDES C. (2012), « Banking Crisis in Cyprus and in the Eurozone », *Cyprus Economic Policy Review*, vol. 6, n° 2, pp. 41-47.
- MESSIHA J. et TEULON F. (2013), « The Rescue Plan for Cyprus: Brake or Accelerator of Systemic Risk in Europe? », *Revue de la régulation*, n° 13.
- ORPHANIDES A. et SYRICHAS G. (2012), « Cyprus Economy », Banque centrale de Chypre.
- PISSARIDES C. (2008), « The Labour Market and the Euro », *Cyprus Economic Policy Review*, vol. 2, n° 1, pp. 3-9.
- REHMAN S. (2013), « What Has Europe Wrought in Cyprus? », *US News & World Report*, 1^{er} avril.
- REINHART C. et ROGOFF K. (2010), « Growth in a Time of Debt », *American Economic Review*, vol. 100, n° 2, pp. 573-578.
- REINHART C. et ROGOFF K. (2011), « From Financial Crash to Debt Crisis », *American Economic Review*, vol. 101, pp. 1676-1706.
- RICHARD S. (2013), « La zone euro au révélateur chypriote », *Question d'Europe*, Policy Paper, n° 273, pp. 1-6.
- ROGOFF K. (1985), « The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 100, n° 4, pp. 1169-1189.
- SARGENT T. J. et WALLACE N. (1981), « Some Unpleasant Monetarist Arithmetic », Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Quarterly Review*, vol. 5, n° 3, pp. 1-17.
- SCHULARICK M. et TAYLOR A. (2012), « Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crisis, 1870-2008 », *American Economic Review*, vol. 102, n° 2, pp. 1029-1061.
- TEULON F. (2011), « EMU: the Sustainability Issue », *International Journal of Business*, vol. 16, n° 3, pp. 272-288.
- TRIMIKLIOTIS N. (2001), « The Location of Cyprus in the Southern European Context: Europeanisation as Modernisation? », *The Cyprus Review*, vol. 13, n° 2, pp. 47-73.
- TRIMIKLIOTIS N. (2013), « The Cyprus Eurocrisis: the Beginning of the End of the Euro Zone? », 25 mars. Disponible sur le site : www.opendemocracy.net.
- UGOLINI S. (2011), « What Future for Central Banking? Insights from the Past », VoxEu.org.
- VERON N. (2012), « Europe's Single Supervisory Mechanism and the Long Journey towards Bank Union », Peterson Institute for International Economics, *Policy Briefs*, n° PB12-24.
- VINER J. (1950), *The Customs Union Issue*, Carnegie Endowment for International Peace.
- WAIBEL M. (2011), « From Bank Insolvency to Sovereign Insolvency », in Lastra R.-M. (éd.), *Cross-Border Bank Insolvency*, Oxford University Press.
- WEARDEN G. (2013), « The Cyprus Bailout: Unfair, Short-Sighted and Self-Defeating », *The Economist*, 20 mars.

