



La gouvernance européenne : chronique de difficultés annoncées

Jérôme Creel (OFCE & ESCP Europe)

Université ouverte,

Lyon 1 & ENS Lyon

Plan de la présentation

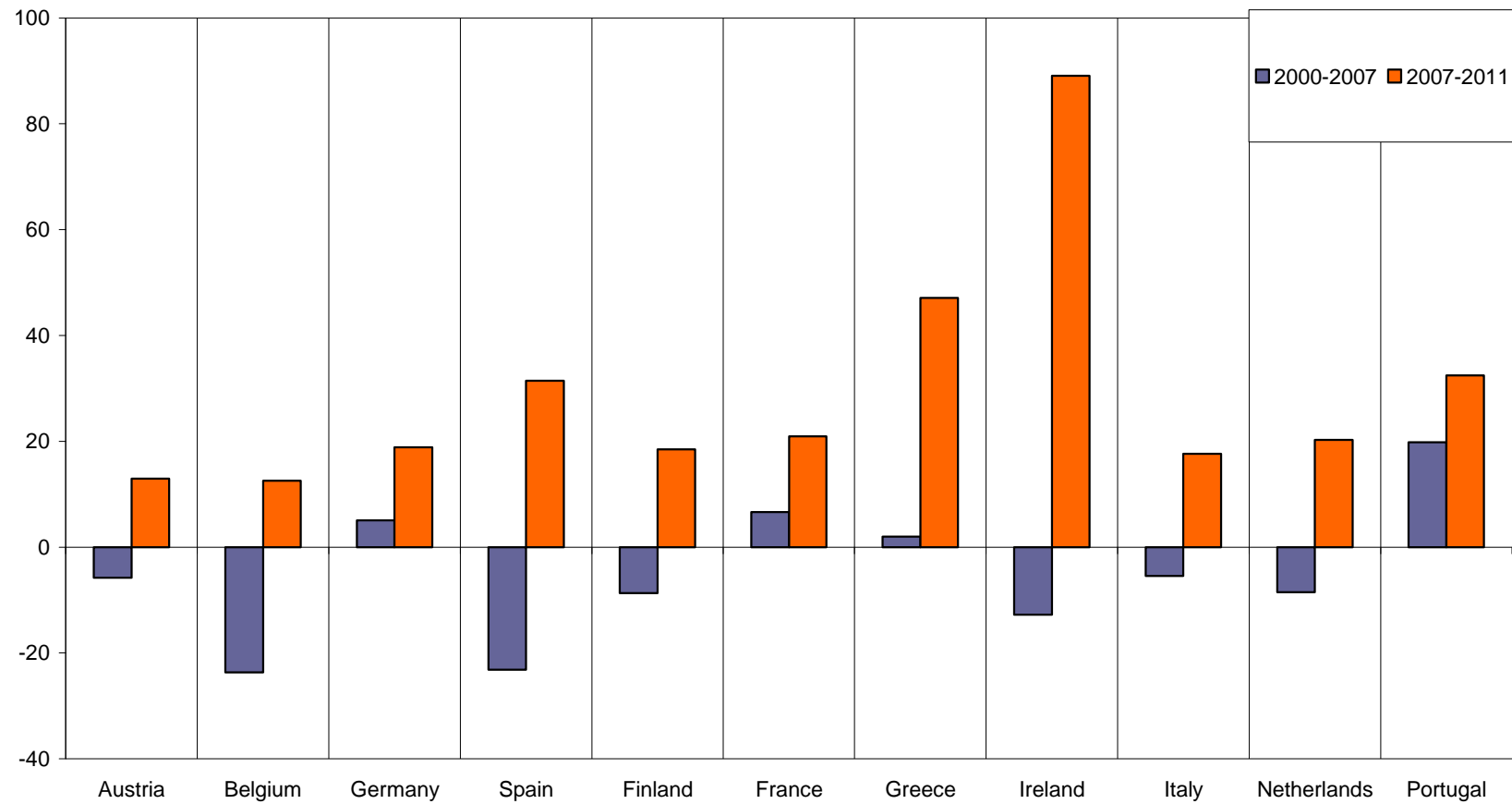
- Les défauts originels de l'€
- La crise des dettes souveraines : déterminants et conséquences
- Les réponses institutionnelles à la crise
- La question chypriote

Les défauts originels de l'euro

- Des budgets nationaux sans souveraineté monétaire
 - *Indépendance des banques centrales*
- L'absence de prêteur en dernier ressort
 - *Non-monétisation des dettes publiques*
- Des limites inadaptées aux déficits et aux dettes publiques
 - *Disparition du biais inflationniste*
- L'absence de convergence réelle préalable à l'adoption de l'€
 - *Convergence nominale suffisante*

La crise des dettes souveraines

Evolution of public debt



source : oecd

Déterminants des dettes

Tableau 2 : Evolution du solde public dans les pays de la zone euro entre 2007 et 2012

En % du PIB

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ZE-11*	-0,6	-1,9	-6,0	-5,9	-4,3	-3,6
Allemagne	0,3	0,1	-3,0	-3,3	-2,0	-1,5
Autriche	-0,4	-0,5	-3,5	-4,3	-3,8	-3,3
Belgique	-0,3	-1,3	-6,0	-4,8	-4,6	-4,5
Espagne	1,9	-4,2	-11,1	-9,2	-7,4	-6,1
Finlande	5,2	4,2	-2,5	-3,3	-3,0	-2,3
France	-2,7	-3,3	-7,5	-7,0	-5,8	-5,2
Grèce	-6,4	-9,4	-15,4	-9,6	-7,6	-6,5
Irlande	0,0	-7,3	-14,4	-32,0	-10,6	-8,6
Italie	-1,5	-2,7	-5,3	-4,6	-4,0	-3,5
Pays-Bas	0,2	0,6	-5,4	-5,2	-3,6	-3,0
Portugal	-2,8	-2,9	-9,3	-7,3	-4,6	-3,0

* Hors Chypre, Luxembourg, Malte, Slovaquie, Slovénie et Estonie

Sources : Eurostat, prévision OFCE (avril 2011)

D'où vient la crise de la zone € ?

✓ *Des réponses budgétaires à une crise financière internationale*

- Plans de sauvetage des banques (recapitalisations et/ou garanties) pour restaurer la confiance
- Les stabilisateurs automatiques font grimper les déficits
- Au-delà des stabilisateurs automatiques : les plans de relance

⇒ Les déficits publics augmentent partout dans le monde.

⇒ Les dettes publiques atteignent des niveaux jamais atteints en temps de paix.

La crise financière internationale a été un fléau

Table 2. Gains (+) or losses (-) of production and changes in unemployment rate

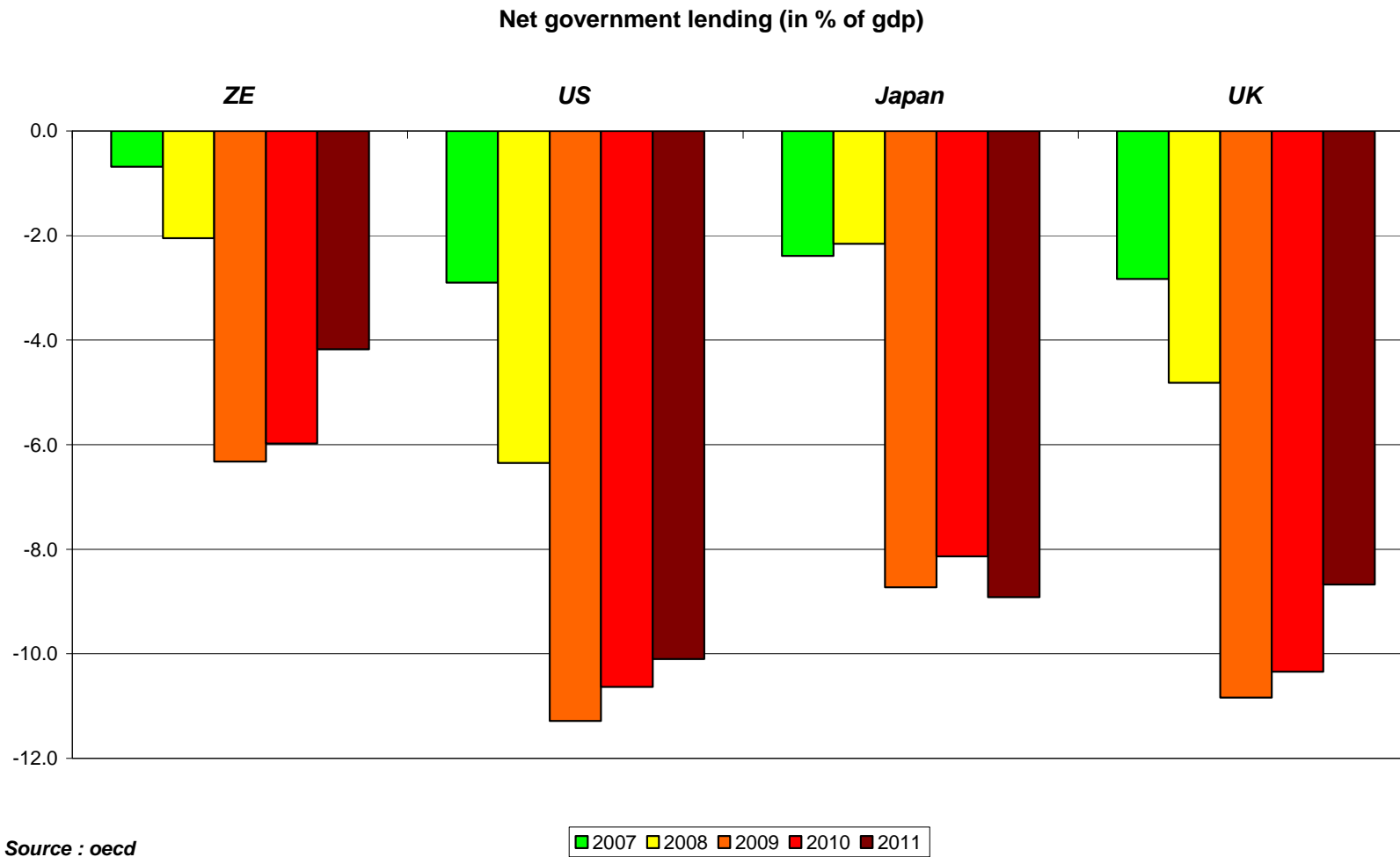
Percentage change

2008q1 / 2012q3	DEU	FRA	ITA	ESP	PRT	GRC	IRL	Euro area
GDP	+2.0	-0.7	-6.8	-5.7	-6.4	-16.7	-6.9	-2.4
Per capita GDP	+2.5	-2.7	-8.6	-7.5	-5.9	-17.4	-10.5	-3.7
Increase in unemployment (in %-points)	-2.5	+3.1	+4.1	+16.4	+7.9	+17.5	+9.7	+4.2

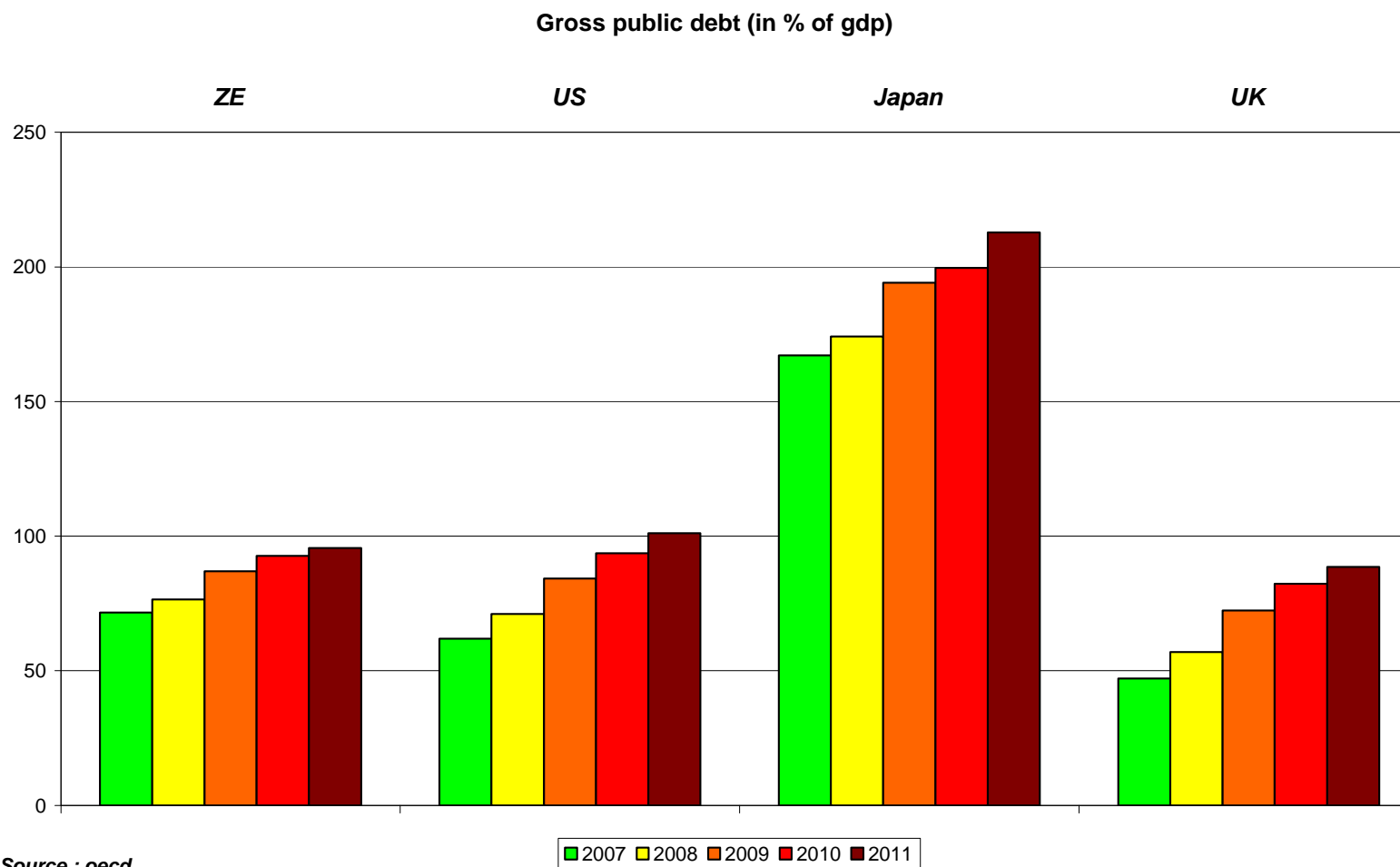
* Except for Portugal, Ireland and Greece where GDP was not available for 2012Q3.

Sources: Eurostat.

Déficits publics au-delà de la zone €



Augmentation des dettes publiques au-delà de la zone €



Au-delà de la crise financière, des facteurs spécifiques à l'UE

- Un déficit public un peu plus élevé que prévu en Grèce...!

prévision en juin 2009 pour 2009 : 5 % du PIB

prévision en nov. 2009 pour 2009 : 10 % du PIB

déficit public final grec en 2009 : 15,6% du PIB !

Le péché originel ? Perte de contrôle

- Au-delà des déficits publics, d'autres facteurs :

- Une croissance passée insoutenable car financée à crédit (cf. bulles immobilières, déséquilibres courants) : **endettement**

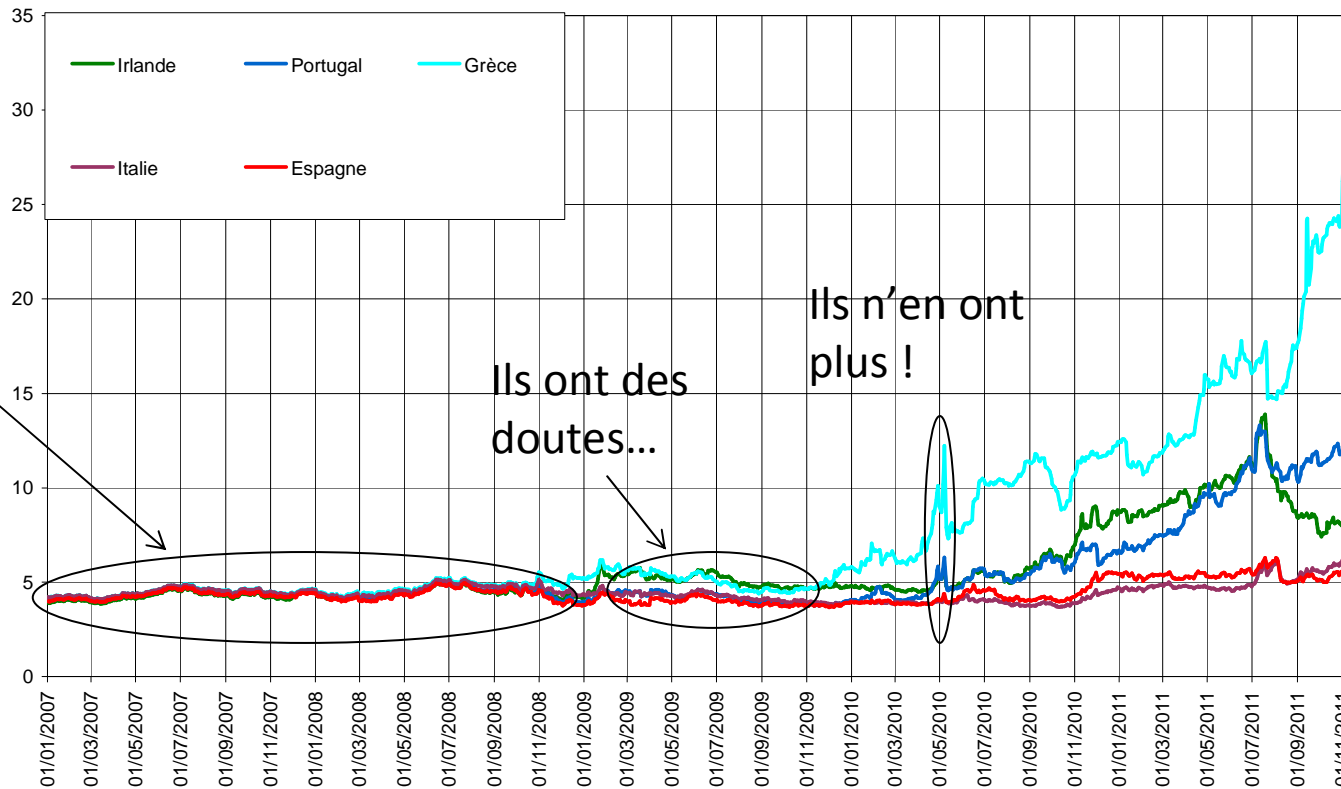
- Faiblesse de la croissance après le déclenchement de la crise financière : **désendettement**

- Les marchés et les agences de notation : vecteurs de **contagion**

La crise par les marchés

La devise des Mousquetaires a vécu, remplacée par “every breath you take, every move you make, I’ll be watching you”

Taux d’intérêt de long terme



Les marchés croient que les dettes sont substituables

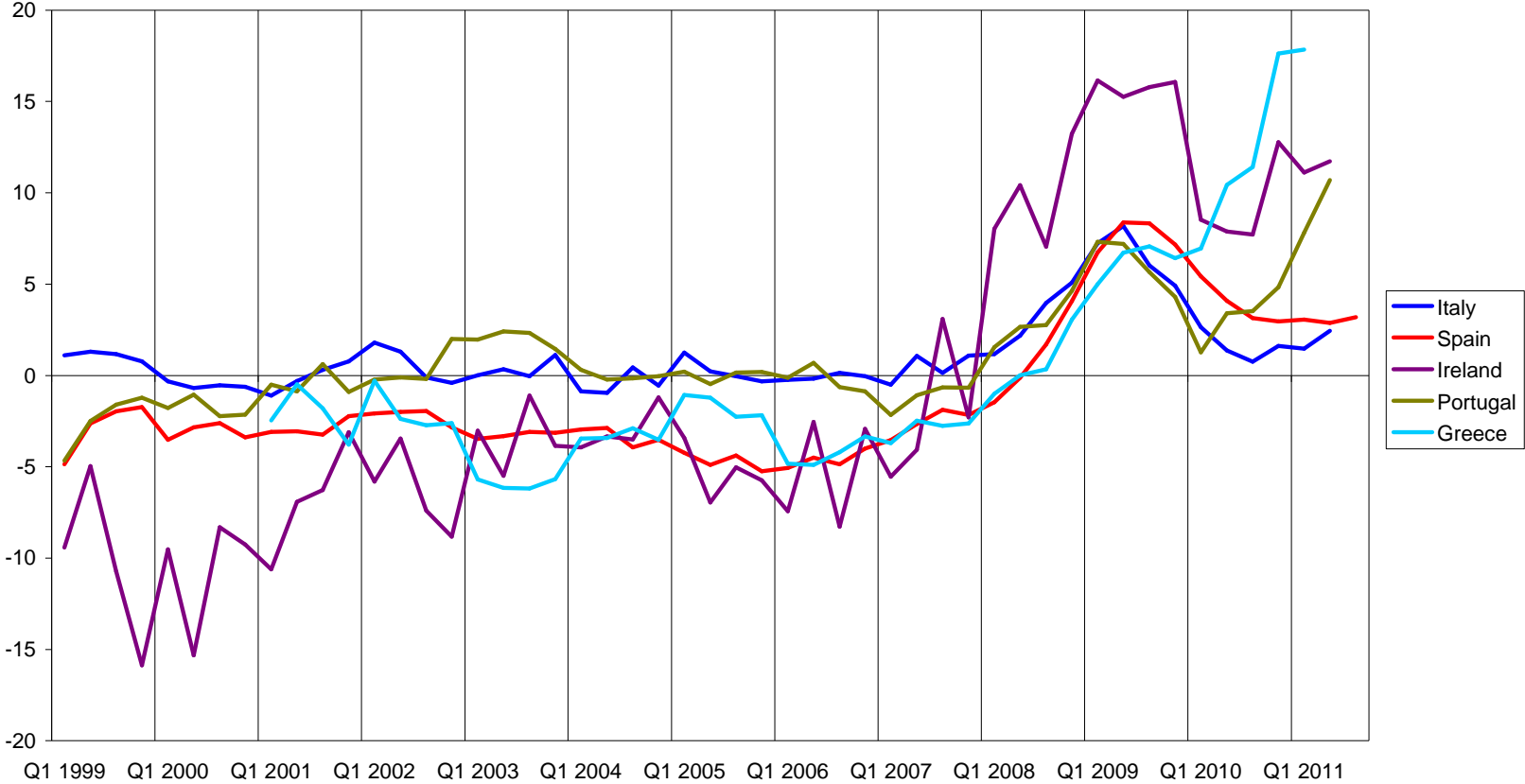
Ils ont des doutes...

Ils n'en ont plus !

La crise financière : changement de régime

La convergence des taux d'intérêt nominaux et la divergence persistante des taux de croissance marquent les limites de l'action de la BCE

The critical gap



source : oecd

La zone € en crise (1)

- **Le péché originel 2**

- La mauvaise gestion politique de la crise grecque (elle aurait dû alarmer les institutions européennes plus tôt)
... associée à l'absence de gouvernance de la zone € ont abouti à une crise sans précédent en temps de paix

Question : pourra-t-on encore longtemps disposer d'une union monétaire sans fédéralisme (union) budgétaire ?

Remarque : La spécificité des pays de la zone euro est d'émettre de la dette exprimée exclusivement dans une monnaie qui ne leur est pas propre. Ce n'était pas un problème tant que la probabilité de retour à la monnaie nationale était nulle. Cela le devient désormais, même si ladite probabilité est très faible. **Risque de crise de balance des paiements.**

La zone € en crise (2)

- ✓ Face à ce défaut de gouvernance, la zone euro est entrée dans un cercle vicieux :
 - Difficultés politiques à prendre des décisions concertées et solidaires, ce qui entretient l'incertitude et le doute sur le défaut éventuel d'un Etat-membre, donc sur sa capacité à rester dans la zone euro
 - Les agences de notation dégradent les dettes souveraines selon deux arguments (rigueur budgétaire inappropriée et/ou faiblesse de la croissance mettant en péril le retour à l'équilibre des finances publiques)
 - Les marchés financiers, soumis à des contraintes réglementaires ou craignant un défaut plus probable, vendent des obligations et font monter les taux d'intérêt, donc l'écart critique.

Les réponses institutionnelles à la crise

- ✓ L'ajustement budgétaire inscrit dans le Traité budgétaire, mais aussi dans les réformes du Pacte de stabilité et de croissance (nov. 2011)
 - ✓ ajustement impossible car en pérennisant la crise et en déclenchant une récession, il ne permet pas de rétablir l'équilibre des finances publiques
- ✓ FESF (fonds européen de stabilité financière)
 - ✓ des moyens insuffisants
- ✓ La BCE, seule solution-miracle
 - ✓ des moyens supérieurs à ceux du FESF !
- ✓ Les Eurobonds
 - ✓ au-delà des réticences allemandes, qui pourrait les émettre ?
- ✓ L'éclatement de la zone €
 - ✓ un saut dans l'inconnu

L'ajustement budgétaire européen

Table 5. Fiscal stance

In % of GDP

	2009	2010	2011	2012	2013
DEU	0.7	1.5	-0.9	-0.5	0.0
FRA	2.3	-0.5	-2.0	-1.6	-1.8
ITA	0.8	-0.4	-1.2	-3.2	-2.1
ESP	3.8	-2.5	-1.1	-3.4	-2.4
NLD	4.0	-1.1	-0.2	-1.0	-1.2
BEL	1.9	-0.3	-0.1	-1.1	-0.8
PRT	5.0	-1.7	-3.7	-3.7	-1.8
IRL	2.2	-4.4	-1.5	-2.4	-1.8
GRC	3.2	-8.0	-5.3	-5.0	-3.9
FIN	0.4	1.5	-1.6	-0.4	-1.3
AUT	0.4	0.6	-1.6	-0.1	-0.9
EA	1.8	-0.3	-1.3	-1.7	-1.4

Sources: Eurostat, OFCE, ECLM, IMK calculations.

L'ajustement budgétaire impossible

Une contraction budgétaire a des effets restrictifs sur la croissance, via ses effets sur la demande. Ces effets dépendent de la valeur du multiplicateur budgétaire: $\Delta y(t) = k \Delta NLG^s(t)$.

<i>Multiplier</i>	<i>Ex-ante fiscal adjustment</i>	<i>Growth</i>	<i>Cyclical-deficit (elasticity = 0.5)</i>	<i>Ex-post fiscal deficit</i>
k=0	-2	0	0	-2
k=0.5	-2	-1	0.5	-1.5
k=1	-2	-2	+1	-1
k=2	-2	-4	+2	0

La taille du multiplicateur est d'autant plus élevée que :

- l'output gap est négatif
- les taux d'intérêt directeurs sont bas (et maintenus constants par les banques centrales)
- la synchronisation des politiques budgétaires est grande

Dans la situation européenne actuelle, k est très certainement supérieur à 1.

Le danger du traité budgétaire

- Le TB implique une limite à 0,5% du PIB du déficit structurel
- Instrumentalisation de l'output gap et la question de la dette
 - La décomposition entre déficit conjoncturel et déficit structurel dépend de l'OG
 - La sous-estimation de l'OG surestime la composante structurelle du déficit total
 - Le déficit structurel inclut les charges d'intérêt
 - Un niveau élevé de dette accroît la composante structurelle du déficit

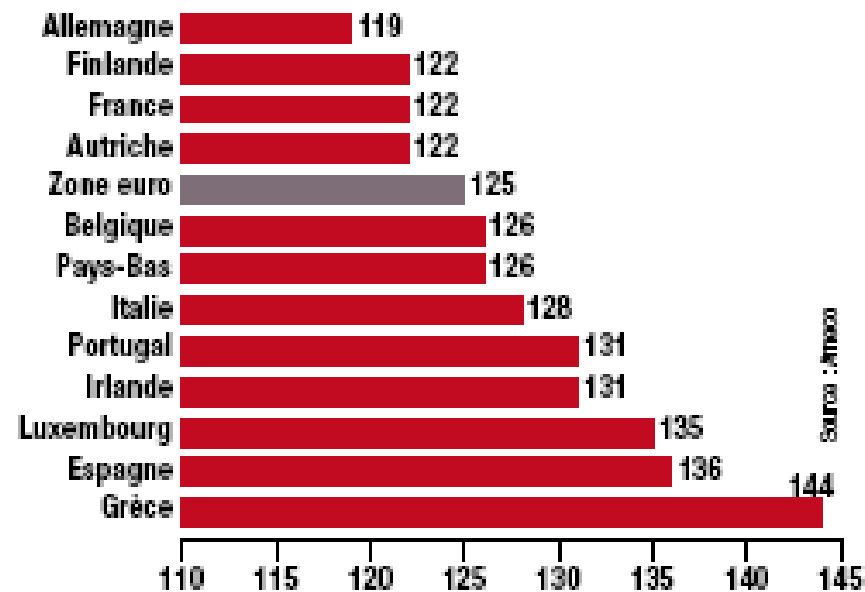
6-pack

- Le dispositif législatif européen a étendu ses prérogatives aux questions de “déséquilibres macroéconomiques”
 - La question de la divergence réelle est enfin abordée
 - Les moyens mis en oeuvre posent la question de la symétrie du retour à l'équilibre macro.

Divergences nominales

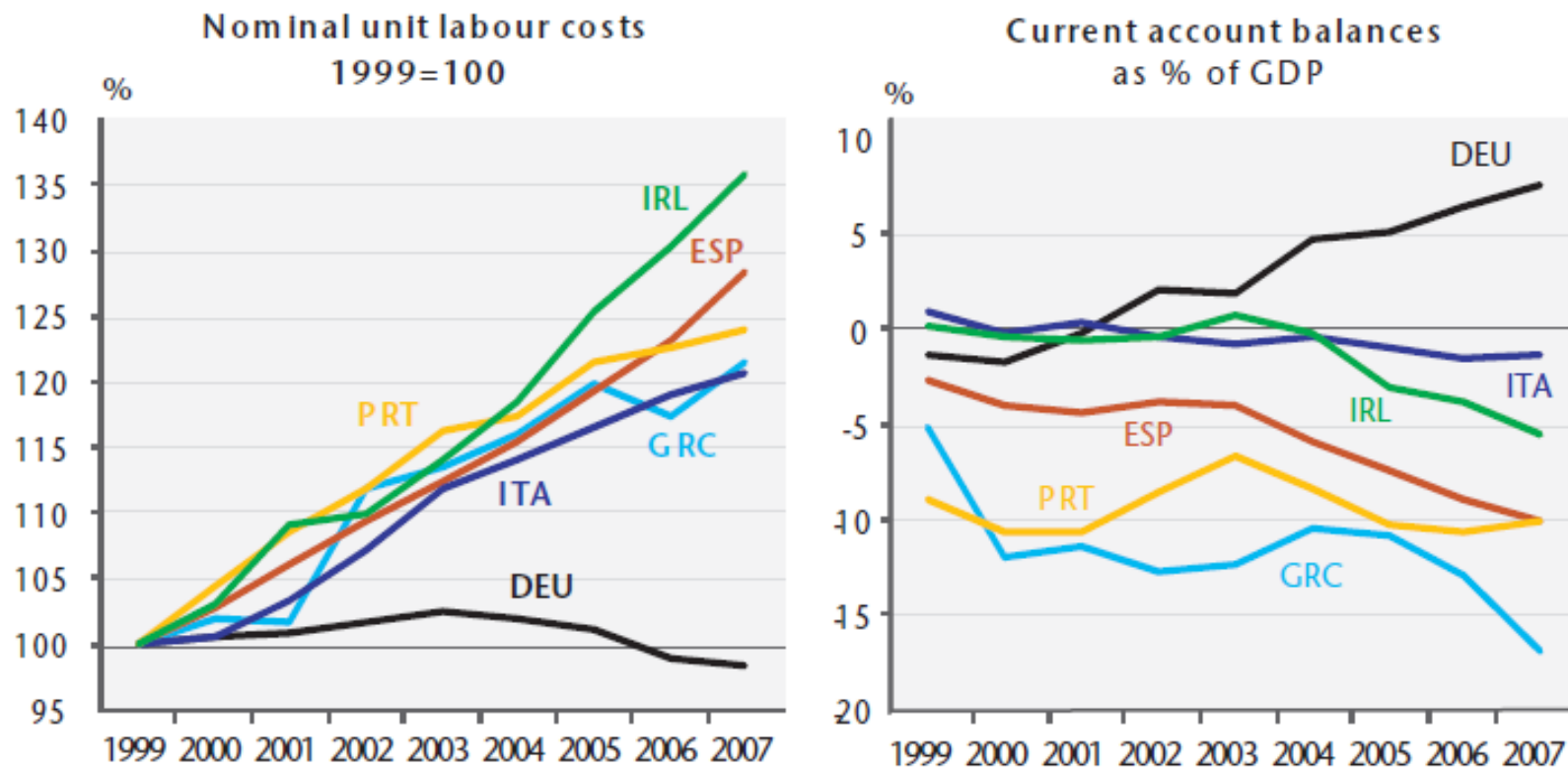
Des divergences d'inflation persistantes

Indice des prix à la consommation harmonisés, en 2010, base 100 en 1999



Divergences réelles

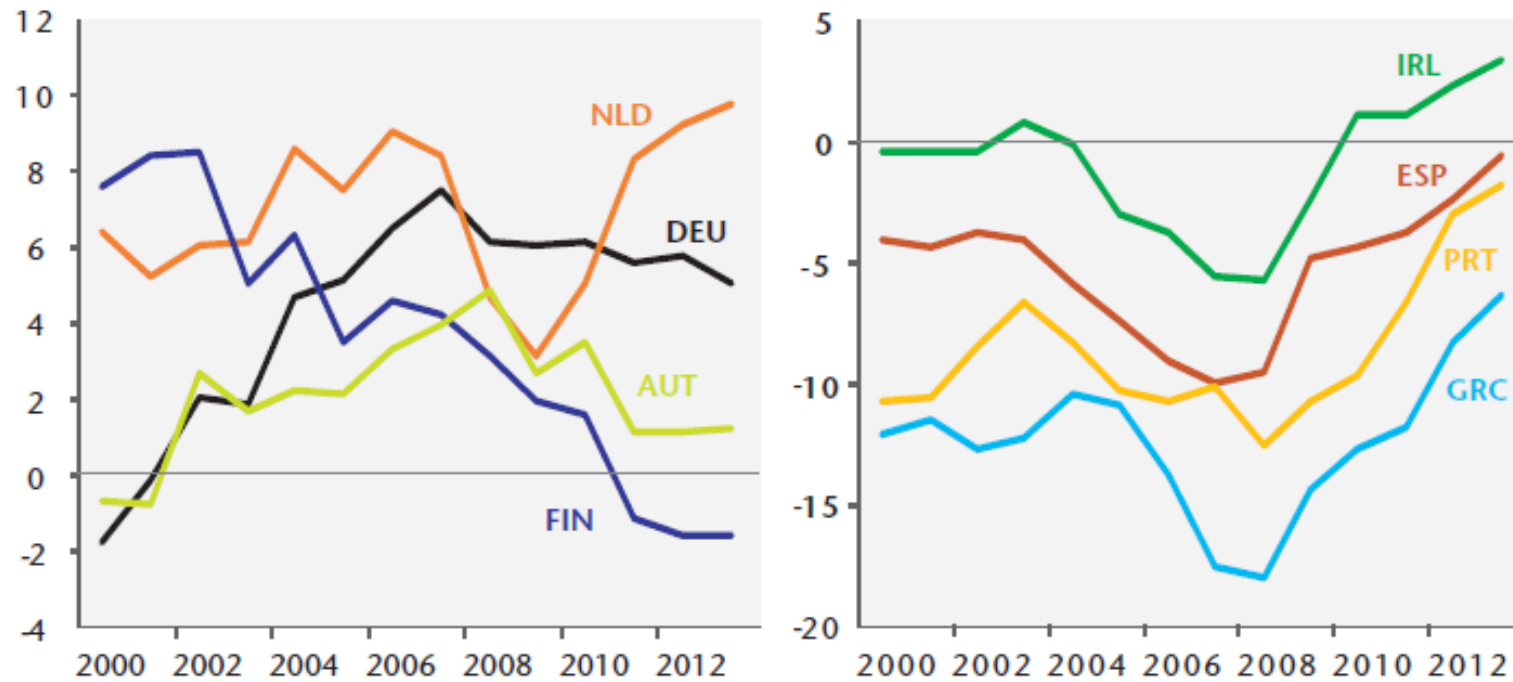
Figure 19. Competitiveness and current account



Source: AMECO.

Ajustement depuis la crise

Figure 21. Current account balances as % of GDP, selected euro area countries



Sources: AMECO; 2012 and 2013 European Commission forecast.

Le FESF (MES)

Des moyens limités (440 mlds €)... par rapport aux montants de dettes à garantir

Dettes publiques, 2010, milliards d'€

Country	Public debt in 2010
Greece	330
Ireland	150
Portugal	160
Spain	640
Italy	1900
Belgium	340
France	1600
Germany	2080
Euro area	7850

Created on May 2010 to provide financial assistance (originally it could only provide loans, now it may intervene on the primary and second markets to buy debt) to EA states. The EFSF is backed by EA member states. The EFSF has a lending capacity of € 440 billion (on October 2011, it was envisaged to raise the lending capacity to € 1000 billion based on the assumptions that non European countries or private investors would contribute to the EFSF).

La BCE, prêteur en dernier ressort

Des fonds illimités (par création monétaire).

Comme pour les garanties, une simple annonce peut suffire à atténuer la spéculation.

Le recours aux achats de titres publics peut être temporaire

L'opposition a été (est) très forte, cependant :

- ✓ Indépendance de la BCE (... et la Fed...?).
- ✓ Pressions inflationnistes (à long terme, peut-être, mais en situation de trappe à liquidités, le risque est faible, et souvenons-nous du Japon !).
- ✓ Aléa moral susceptible de renforcer les incitations à l'indiscipline budgétaire ⇒ il faut donc améliorer les mécanismes communs de gestion des finances publiques (surveillance, contrôle, perte de souveraineté ?). Ne pas oublier qu'avant la crise financière, il y avait peu de pays "déviant".
- ✓ La BCE ne doit pas devenir une structure de défaisance pour les actifs devenus toxiques : les contribuables devraient payer. Nécessité de modifier la gouvernance budgétaire (retour au point précédent)

OMT : le dernier rempart ?

- En septembre 2012, Mario Draghi a annoncé le remplacement du SMP par OMT
 - Refinancement illimité des obligations publiques inférieures à 3 ans pour les pays sous programme
 - Conditionnalité
 - De la théorie à la pratique

La BCE, en charge de la surveillance financière

Une union bancaire ? Des paroles et des actes

Les Européens cherchent à éviter la *prochaine* grande crise bancaire

L'opposition a été grande :

Les autorités allemandes ont voulu que la surveillance financière soit limitée aux grandes banques ("too big to fail" !)

Cependant, la crise espagnole a démarré dans les... petites banques sous-capitalisées

L'éclatement de la zone euro

✓ *Un saut dans l'inconnu*

Les pays avec un excédent (déficit) courant vont voir leur monnaie s'apprécier (se déprécier)

Conséquences:

Après les défauts publics, les défauts privés !

Les systèmes bancaires vont être très exposés à des détériorations de bilans et aux *haircuts*

Récession régionale assurée à court terme

Incertitudes à plus long terme:

la dépréciation induira-t-elle de l'inflation ?

l'appréciation intensifiera-t-elle les délocalisations ?

quand et à quel prix les pays ayant fait défaut pourront-ils revenir sur les marchés ?

Chypre (1)

- A la recherche de 17 milliards d'€ pour renflouer les banques (~ 100% du PIB)
- Sous-capitalisation :
 - Actifs bancaires = 8 fois le PIB
 - Dépôts bancaires = 70 milliards d'€ (~ 4 fois le PIB), dont 20 milliards seraient russes
- Que produit Chypre ?
 - Des services financiers et du tourisme
- Les autres problèmes :
 - Déficit public, dette publique, déficit commercial, dette extérieure, croissance faible, forte sensibilité à la dette grecque
- Les avantages :
 - Fiscalité avantageuse, rémunération élevée sur les dépôts

Chypre (2)

- Solutions possibles ou **envisagées** :
 - Sortie de la zone €
 - **Plan de sauvetage sous conditionnalité**
 - contraction budgétaire, privatisation, taxes sur les dépôts
 - Fonds de solidarité
 - Aide de l'église orthodoxe ou de la Russie ?
 - Nationalisation des banques et épargne forcée ?
 - **Plan du 25 mars 2013**
 - Faillite bancaire, hausse de la fiscalité sur les produits d'épargne et sur les bénéfices des entreprises, gel des dépôts au-delà de 100 000 €, garantie des dépôts en deçà.

Sortir de la crise (1)

ofce

le blog

[iAGS, un rapport annuel indépendant](#)

29 novembre 2012

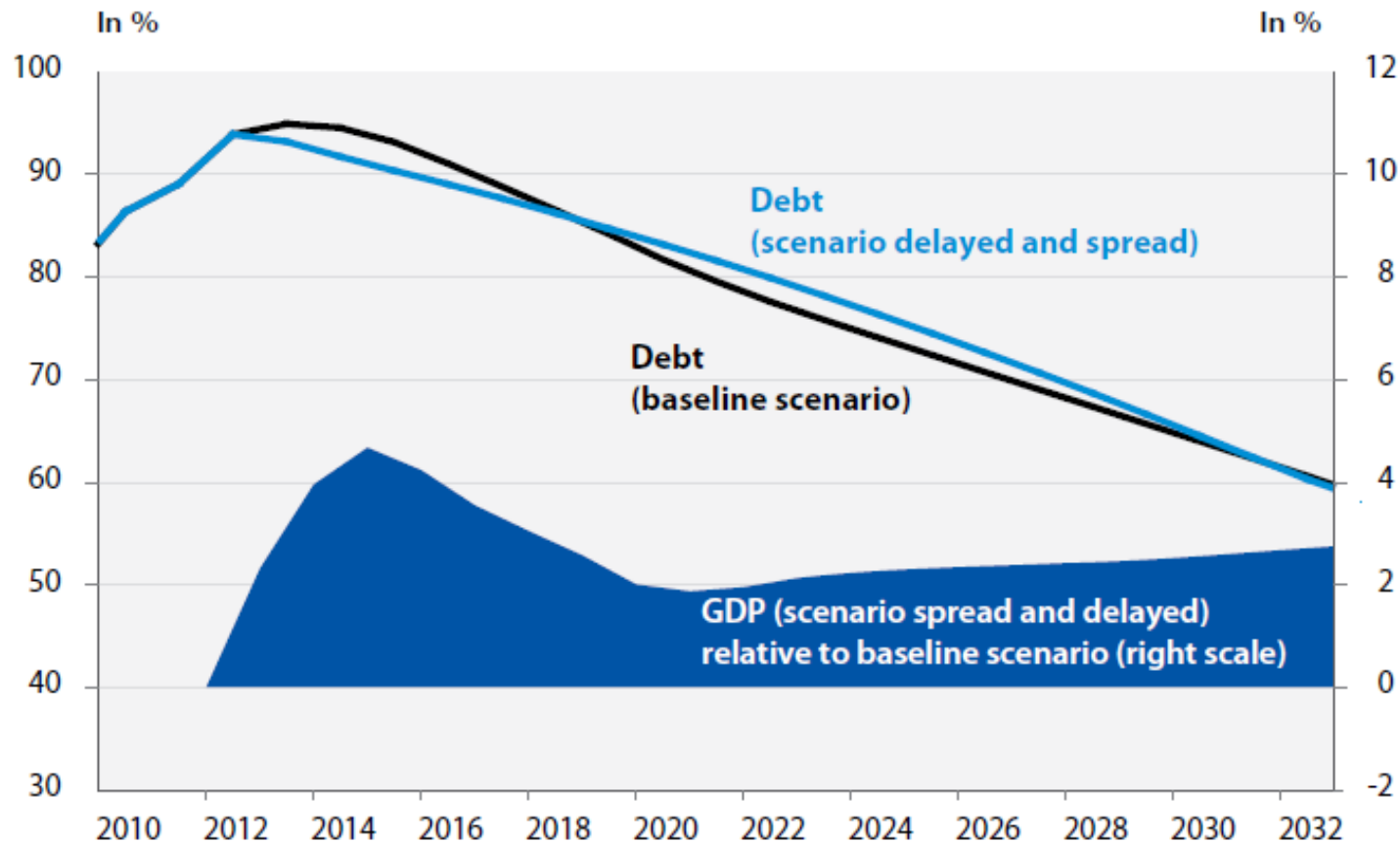
par [Christophe Blot](#), [Jérôme Creel](#) et [Xavier Timbeau](#)

L'austérité budgétaire dans la zone euro est un échec retentissant. Après deux années successives de restrictions budgétaires, la zone euro se prépare à engager, en 2013, une nouvelle phase d'austérité. Sur la base d'un travail collectif ayant abouti à la publication du [premier rapport iAGS 2013](#), les instituts économiques ECLM au Danemark, IMK en Allemagne et l'OFCE montrent que cette stratégie mène à une situation dramatique : la zone euro sera en récession en 2013, comme en 2012, et le chômage va continuer d'augmenter, pour atteindre près de 27 millions d'Européens résidant dans la zone euro à la fin 2013.

Cette situation n'est pas soutenable, socialement et économiquement, et elle ne l'est pas non plus du point de vue des finances publiques : les cures d'austérité ont des effets réels si néfastes que les déficits et les dettes publics ne peuvent pas durablement baisser. La stratégie européenne doit donc être discutée et une alternative proposée. Celle-ci consiste, en respectant les traités européens en vigueur, à atténuer dès 2013 l'effort d'austérité budgétaire : il faut passer d'une baisse programmée du déficit corrigé de la conjoncture de 1,4% du PIB pour l'ensemble de la zone euro à une baisse de 0,5% du PIB. Et en invoquant les circonstances exceptionnelles que traverse la zone euro – qui prétendra qu'une troisième année de récession anticipée, après celles déjà bien effectives de 2009 et 2012, n'est pas exceptionnelle ? -, il faudrait même décaler dans le temps les efforts d'ajustement. Le rapport iAGS montre que cette stratégie permettrait effectivement de converger vers un ratio de dette publique conforme aux traités européens et à l'horizon de 20 ans qu'imposent ces mêmes traités, tout en limitant considérablement les coûts sur l'emploi et la croissance.

Sortir de la crise (2)

Figure 1. Debt and GDP in baseline and alternative scenarios



Source: iAGS model.

Pour en savoir plus...
pas d'hésitation,
visitez :

ofce

le blog

<http://www.ofce.sciences-po.fr/blog/?lang=fr>