



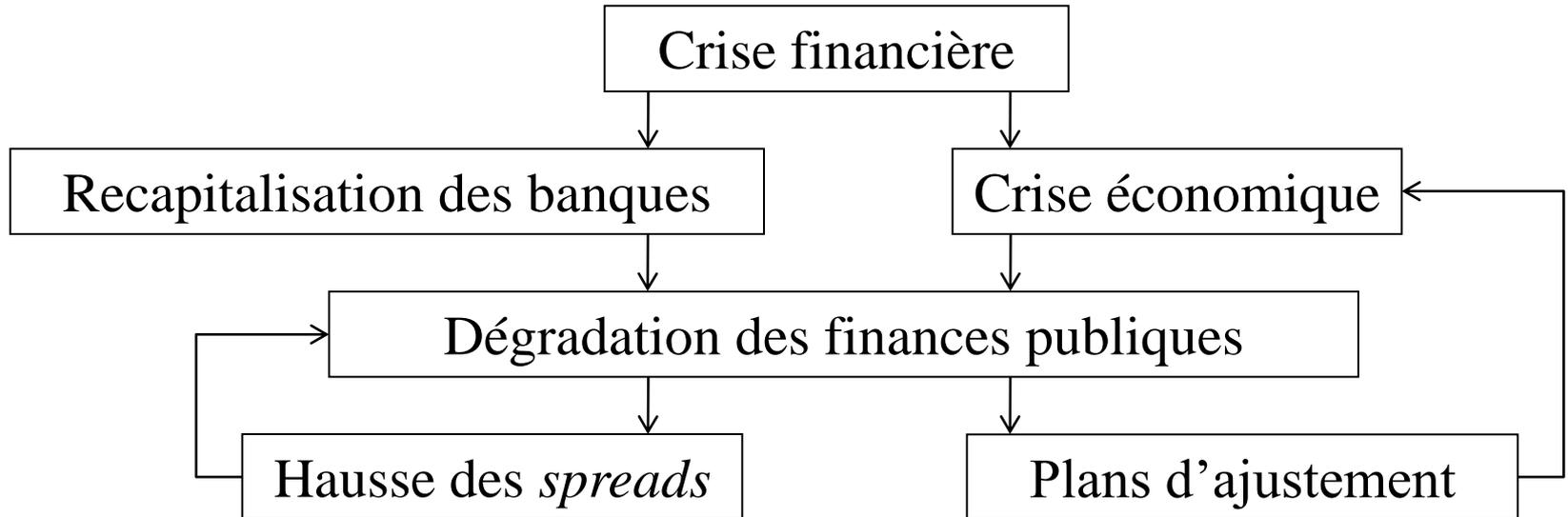
# L'euro en crise

Agnès Bénassy-Quéré

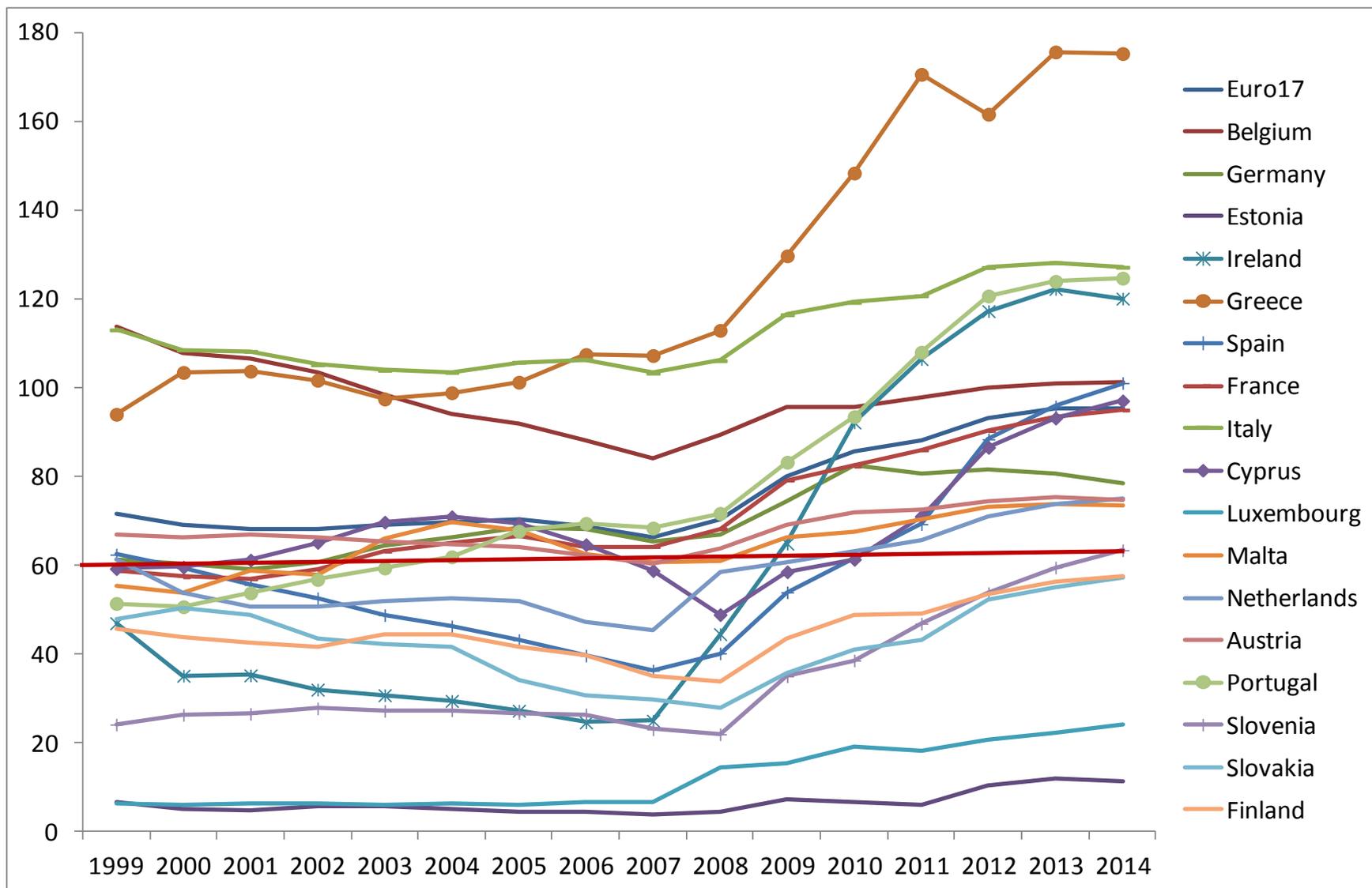
Société Royale d'Économie Politique, Bruxelles, 10 décembre 2013

# **1. La crise de la zone euro est-elle un enfant de la crise mondiale ?**

# Oui



# Dette publique brute / PIB (%)

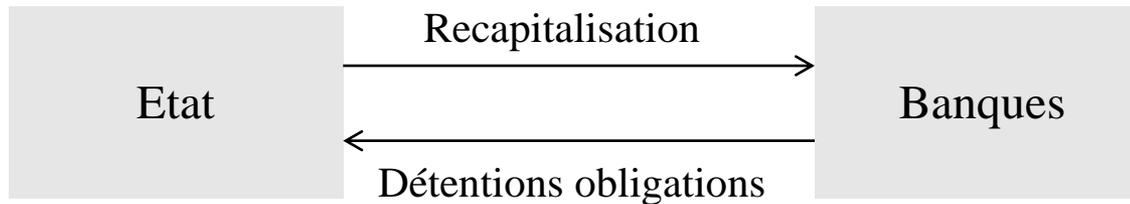


Source : Ameco.

# Engagements hors-bilan

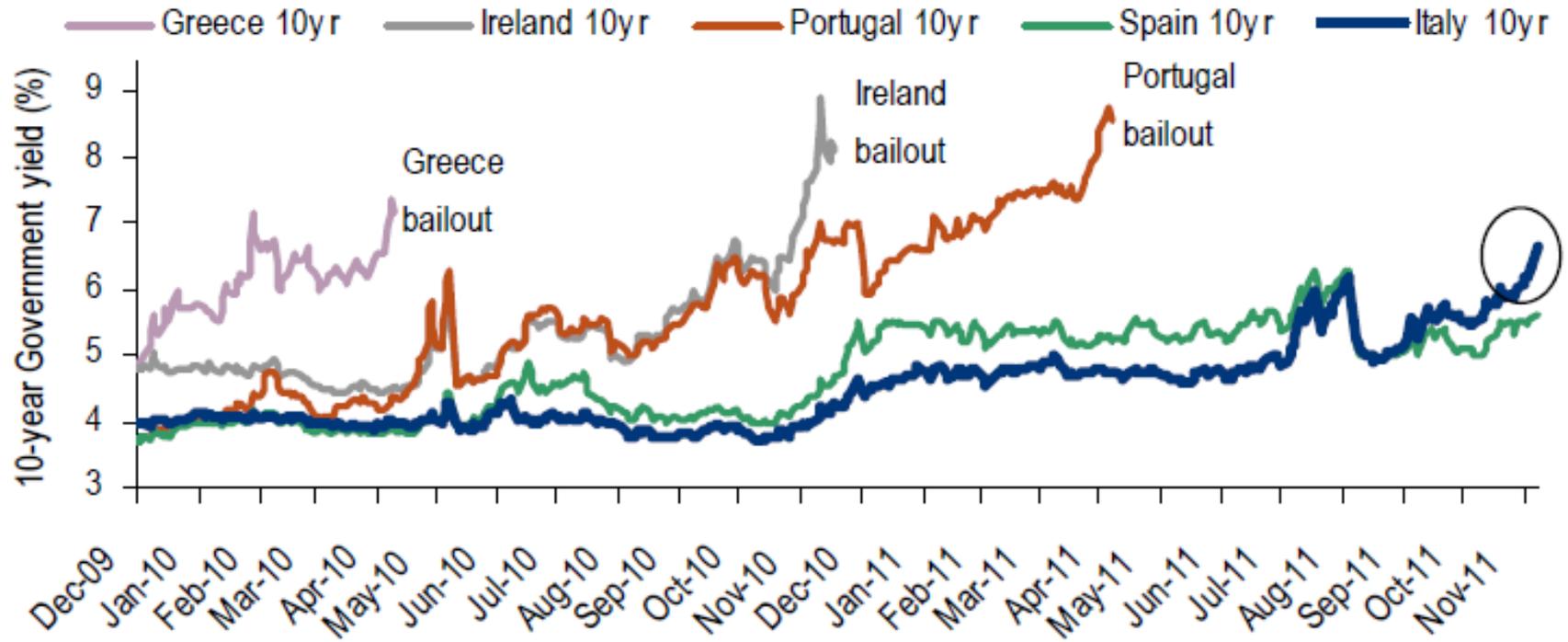
	Directs	Contingents
Explicites	Retraites fonctionnaires	Granties de l'Etat, assurance des dépôts
Implicites	Dépenses liées au vieillissement	Banques trop grandes pour faire faillite

**+ boucle défavorable**



# Le coût de la dette

Taux d'intérêt des emprunts publics à 10 ans



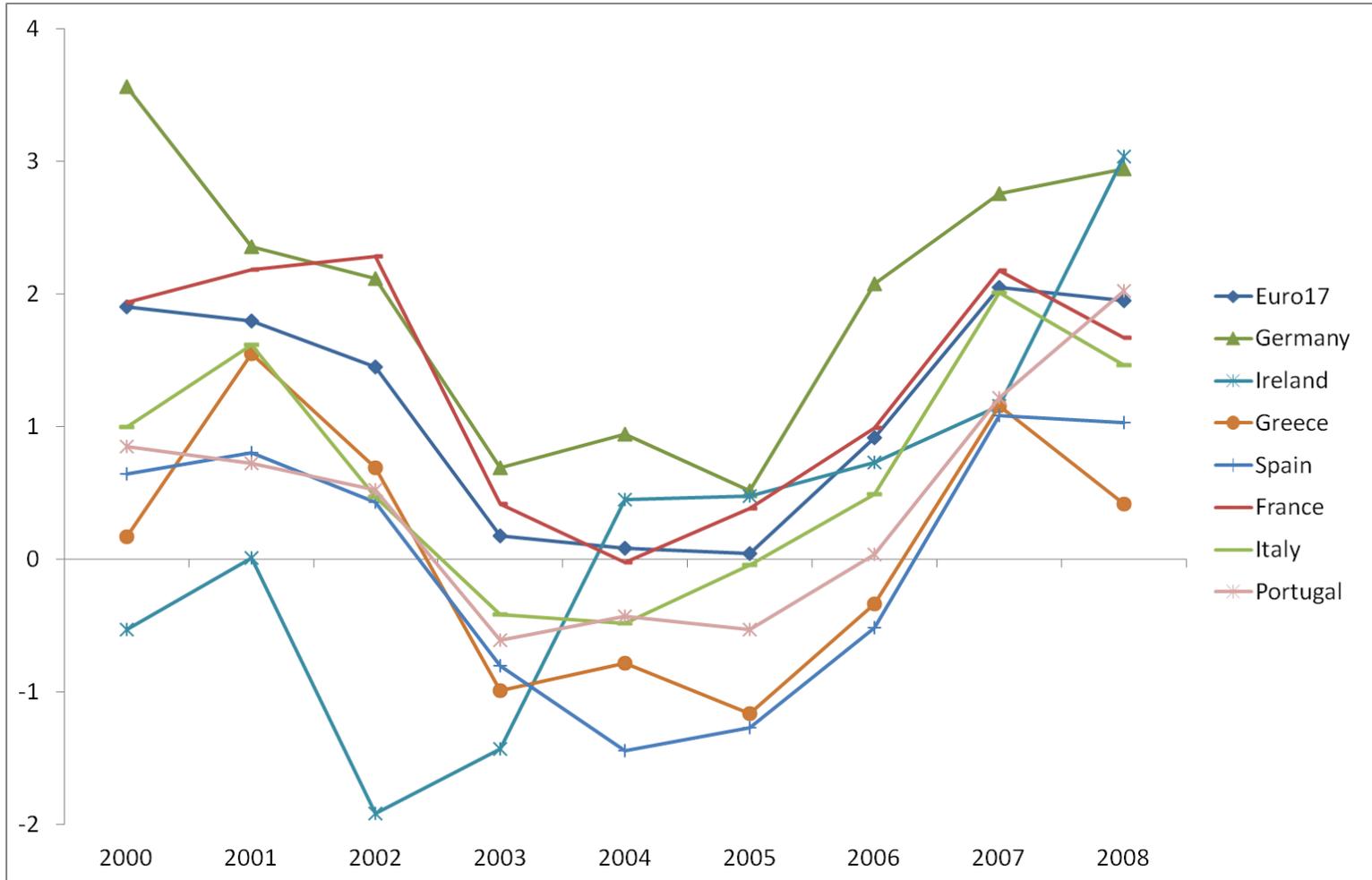
Source : BoAML.

# Non : dynamique spécifique zone euro

<b>Risques bien identifiés au départ</b>	<b>Risques sous-estimés</b>	<b>Défauts de conception</b>
Prodigalité budgétaire	Déséquilibres extérieurs	Pas de mécanisme de restructuration des dettes
Divergence des taux d'intérêt réels	Intégration financière	Manque de crédibilité de la règle de non-renflouement
Pertes cumulées de compétitivité prix	Taille des banques	Manque de coordination effective des politiques macroéconomiques.

# Taux d'intérêt réel

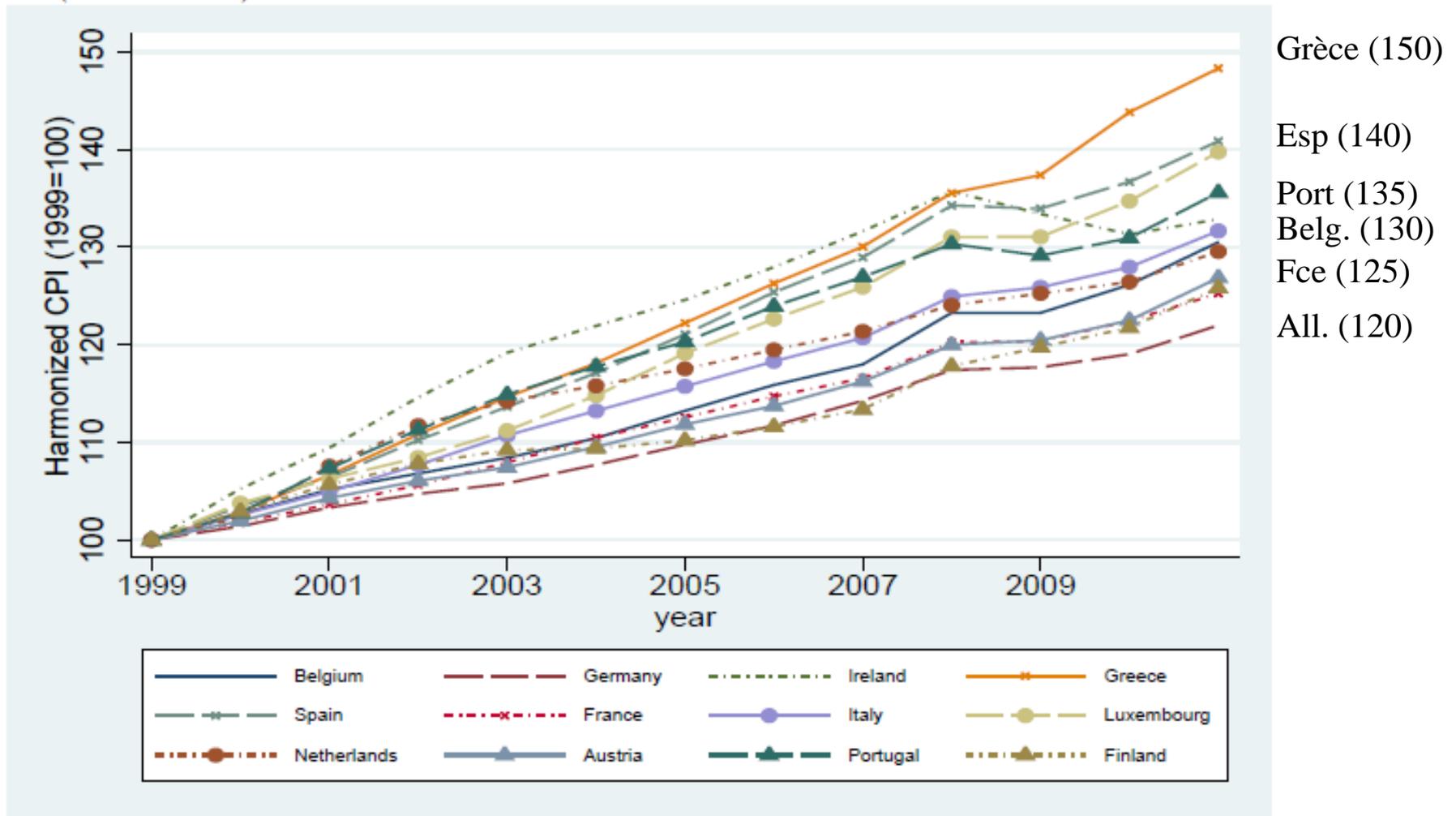
## Taux d'intérêt nominal – taux d'inflation



Source : Ameco. Taux d'intérêt à trois mois – hausse annuelle des prix à la consommation.

# Indice des prix à la consommation

## 1999-2011 (100=1999)

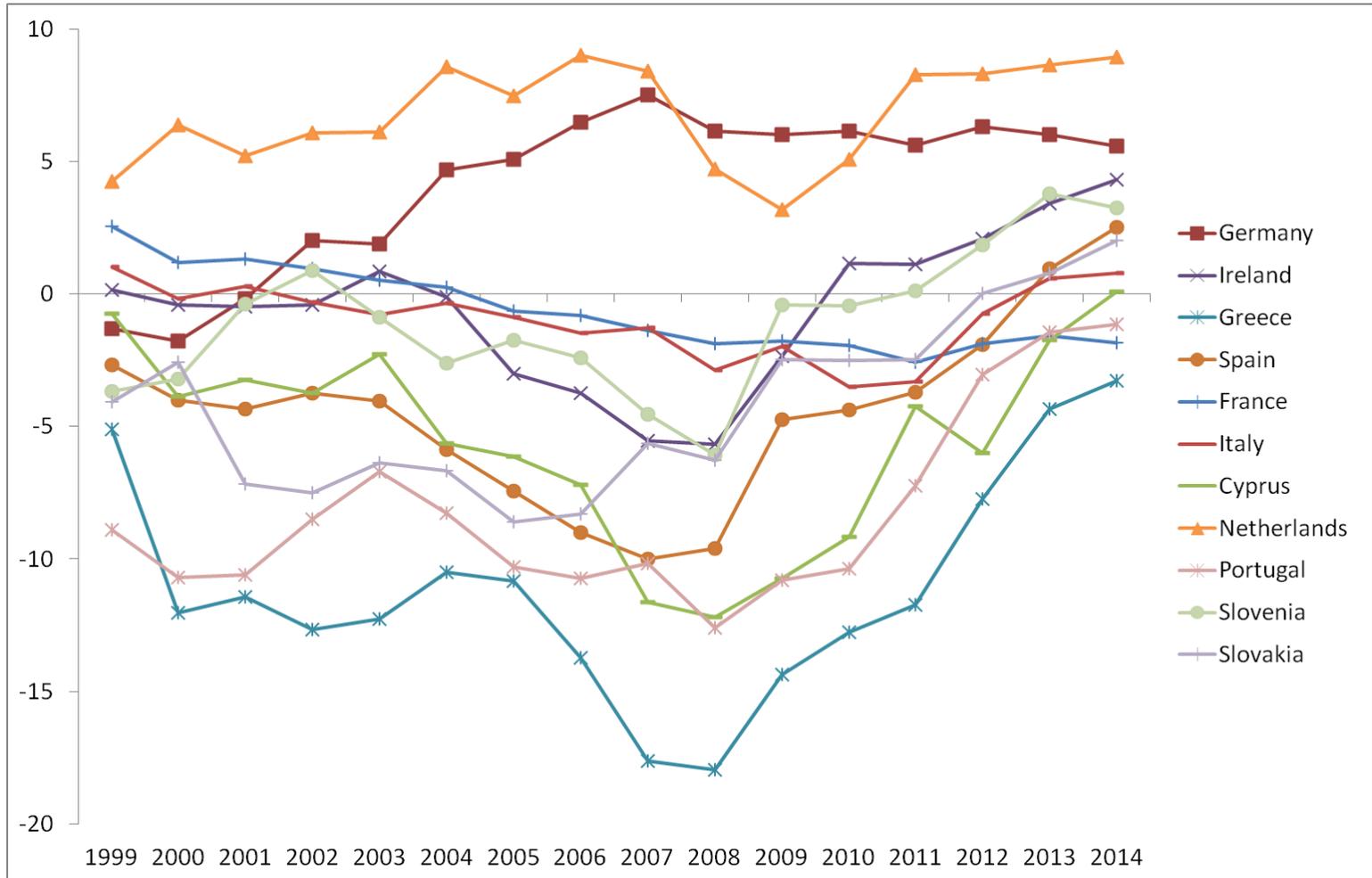


Source: Ameco.

# Déséquilibres extérieurs

Solde extérieur courant (% PIB) = épargne nette de la Nation

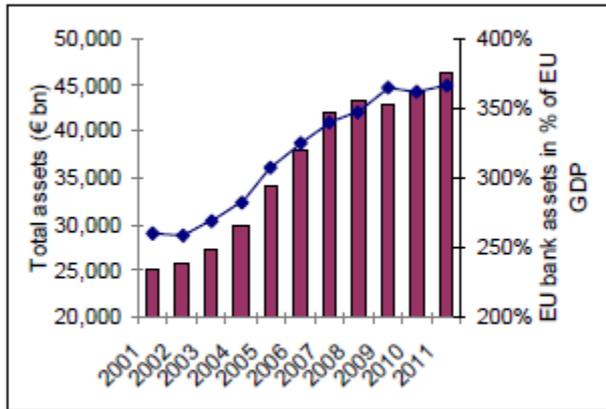
= épargne nette publique + épargne nette privée



Source : Ameco.

*« Bon » déficit ≠ « Mauvais » déficit*

Chart 2.3.1: Total assets of MFIs in EU 2001-2011



Note: Bar charts show total assets, dotted line shows assets in % of GDP.

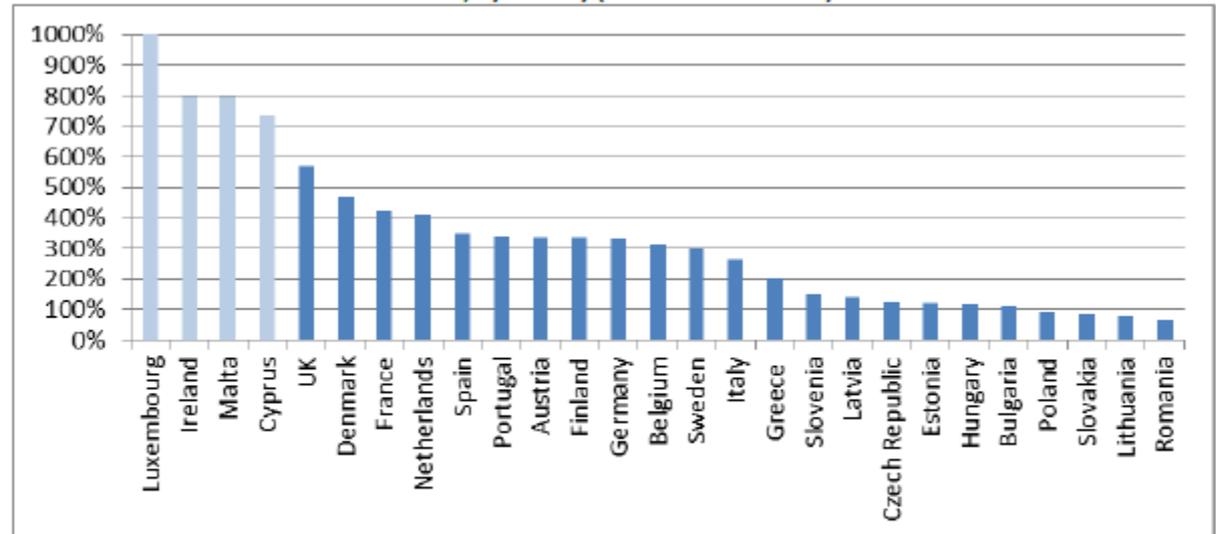
Source: ECB data.

## Banques (taille bilan/PIB)

Source : Rapport Liikanen (2012).

- « trop grandes pour faire faillite »
- « trop grandes pour être sauvées »
- Mal surveillées (champions nationaux)

Chart 2.3.3: Total assets of MFIs in the EU, by country (in % of national GDP)



Notes: Assets as of March 2012, GDP data for end 2011. Based on aggregate balance sheet of monetary financial institutions (MFIs). Vertical axis cut at 1000% (ratio for Luxembourg is 2400%). Data on MFI includes money market funds.

Source: ECB data. Eurostat for GDP data.

# Défauts de fabrication du traité

## Traité

Non  
renflouement

Non  
monétisation

Non défaut ?

**Le pacte de stabilité devait éviter que la question ne se pose, mais :**

“Créativité”  
comptable  
(Grèce, NN)

Non respect du PSC  
(Allemagne,  
France,..)

Déséq. privés repris par  
le secteur public  
(Irlande, Espagne)

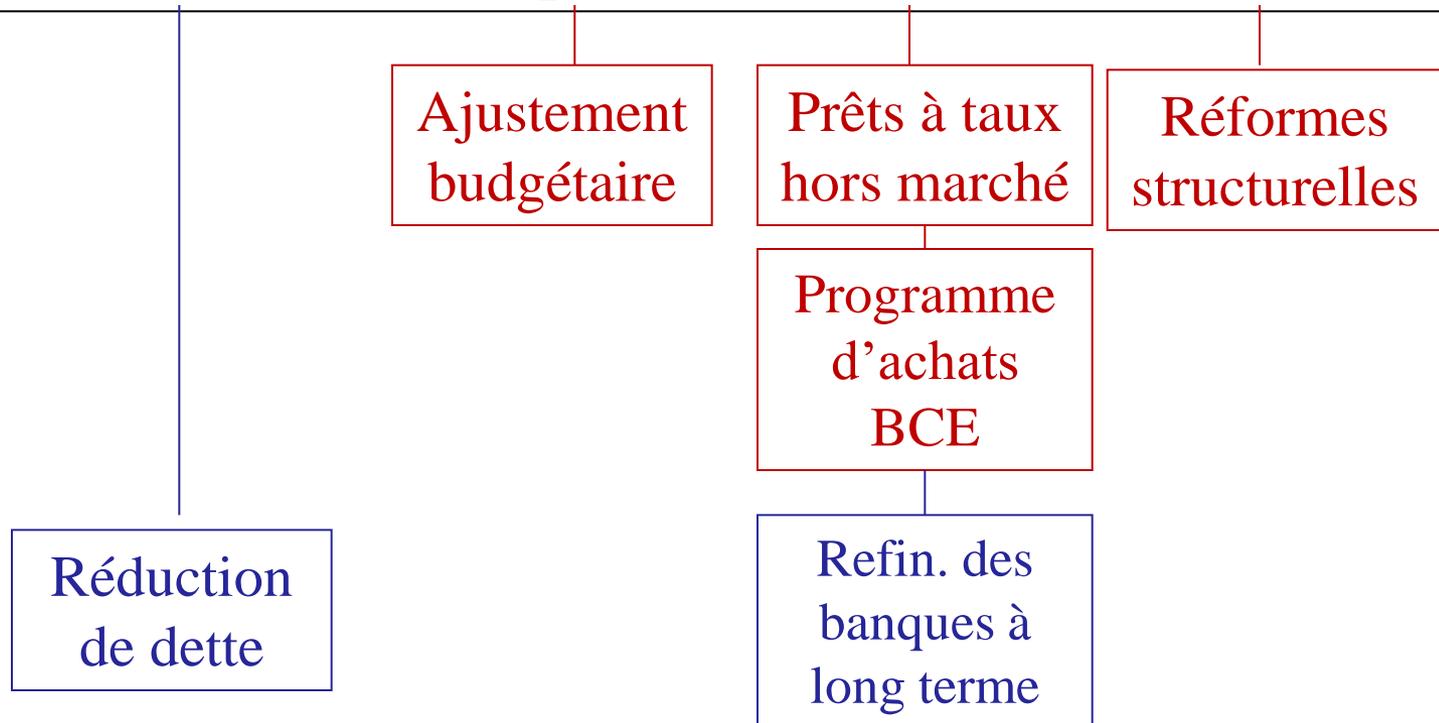
## Echec de la coordination

Une monnaie unique requiert davantage que de la discipline budgétaire  
(compenser les divergences de taux d'intérêt réels, surveiller les banques)

## **2. Le traitement de la crise**

# Crise d'endettement des Etats

$$\Delta \text{ dette/PIB} = f(\text{dette/PIB}, \text{déficit primaire}, \text{tx d'int.}, \text{tx de croiss.})$$



# Fonds européen de stabilisation financière

- Financement par emprunts garantis par les Etats membres
  - En proportion de leur part dans le capital de la BCE
  - Max des garanties : 440 mrds € initialement, porté ultérieurement à 780 € mrds €
  - Prêts directs aux Etats contre conditionnalités
    - taux FESF = Euribor 3 mois + 350 pb initialement, ultérieurement réduit
    - décisions à l'unanimité

## Bilan FESF (mrds €, max)

Actif	Passif
Capacité de prêt (60%) : 440	726: Emprunts garantis AAA
dont : déjà engagé : 190	
disponible : 250	
Réserves (40%) : 286	
TOTAL : 726	726 : TOTAL

Note : on ne tient pas compte ici des garanties inutilisables des pays sous plan (Grèce, Irlande, Portugal).

Source : IIF, 22 février 2012 et calculs de l'auteur.

**Grèce (2<sup>ème</sup> pg, 109 mrds; PSI 36 mrds), Irlande (18 mrds), Portugal (26 mrds)**

# Mécanisme européen de stabilité

- En parallèle au FESF jusqu'à juin 2013
  - Capacité de prêt de 500 mrds €
- Financement par capital et emprunts garantis :  $80+620=700$  mrds €
  - Ex. France (20%) :  $16+124=140$  mrds €
- Prêts directs aux Etats contre conditionnalités, interventions sur marché secondaire
  - Taux FESF = Euribor 3 mois + 350 pb initialement, ultérieurement réduit
  - En cas d'urgence, décisions à la majorité qualifiée (85%)

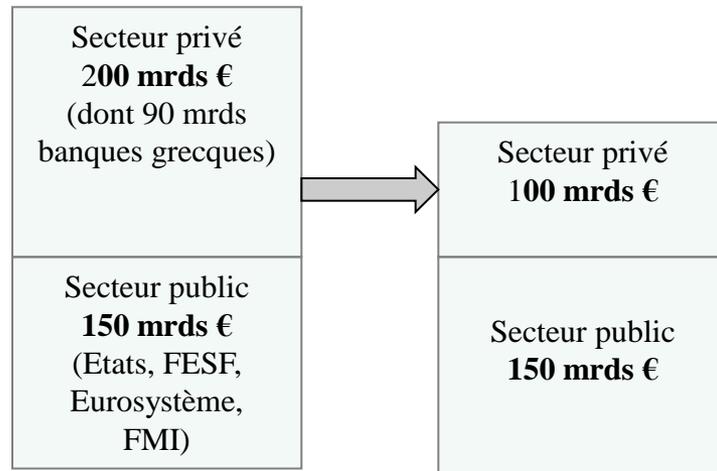
## Bilan MES (mrds €, max)

Actif	Passif
Capacité de prêt max : 500	80 : Capital versé
Réserves : 200	620 : Emprunts garantis
TOTAL : 700	700 : TOTAL

Source : IIF, 22 février 2012.

**Espagne (100 mrds), Chypre (9 mrds)**

# « Implication du secteur privé » (Grèce) (printemps 2012)

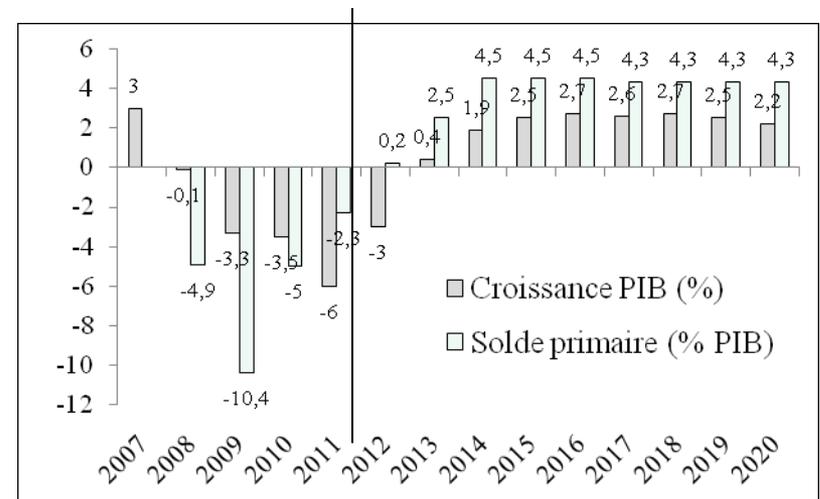


PIB grec 2011: 215  
mrds € → dette/PIB  
**163%** avant échange

→ Dette/PIB = **116%**  
après échange

→ Dette/PIB = **120,5%**  
En 2020 ?

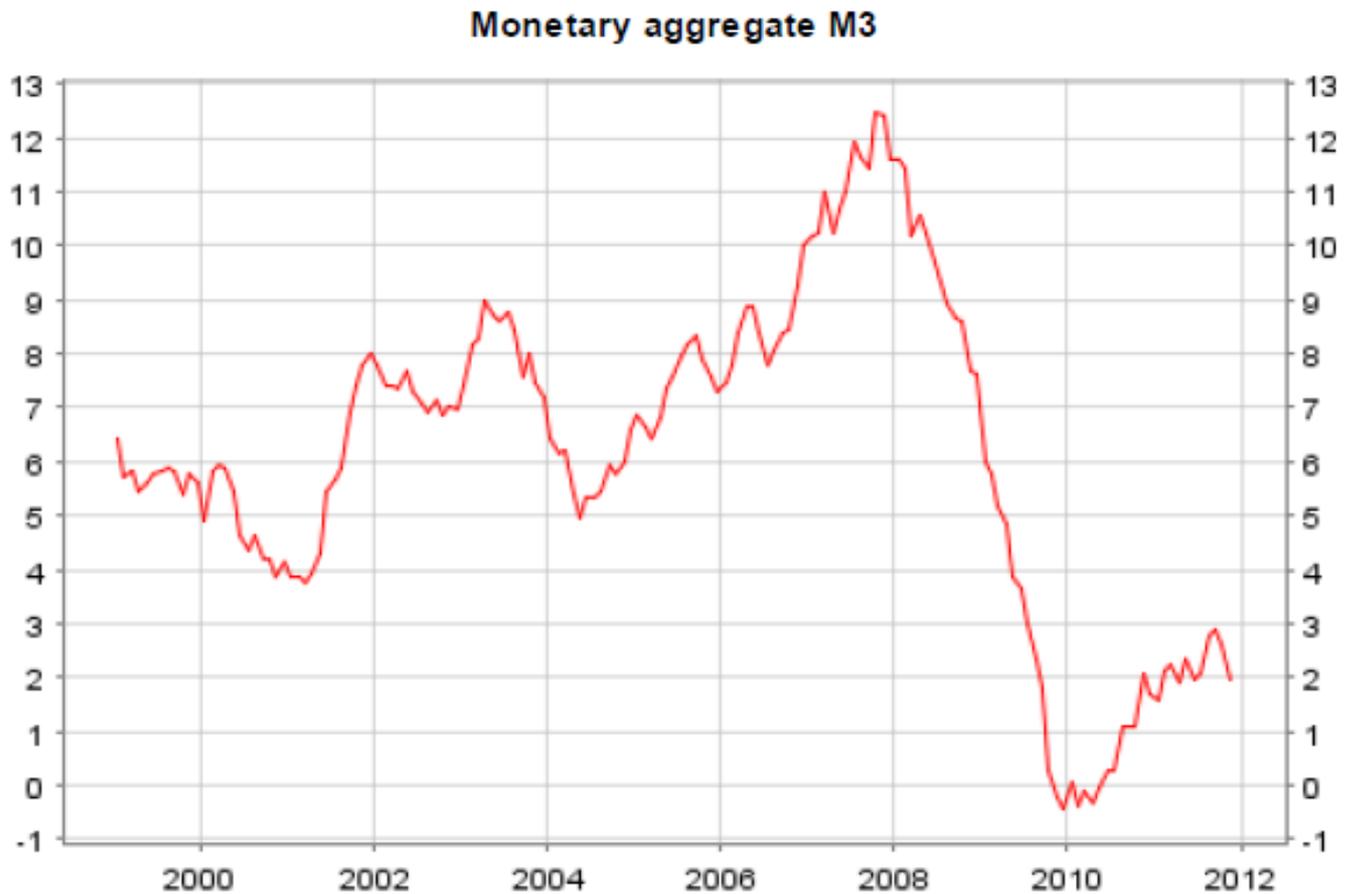
Prévisions FMI décembre 2011



Prévision Ecfm hiver 2013 : dette **175%**, solde  
primaire **0%**, croissance **-4,4%** en 2013.



# Un risque inflationniste ? $MV=PT$



Source: ECB.

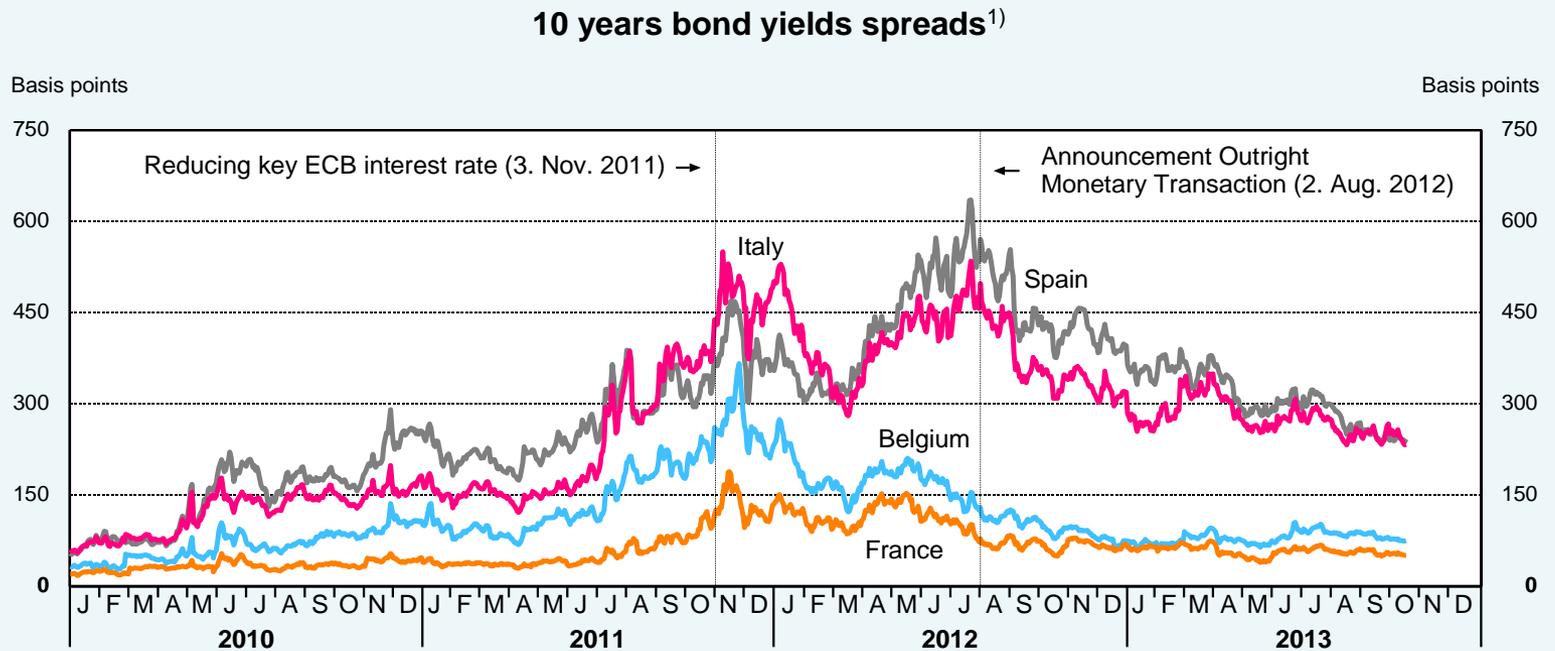
# Opérations monétaires sur titres (OMT)

- **26 juillet 2012** (« *whatever it takes* »)
  - Interventions sur marché secondaire, maturités de 1 à 3 ans
  - Potentiellement illimitées, contre conditionnalités
- **6 septembre 2012** : annonce du programme OMT
- Encore jamais utilisé
  - Problème des Etats insolvables
  - Problème de la conditionnalité

# Effet de l'OMT

## Taux des emprunts d'Etat à 10 ans (%)

Figure 1



1) Difference of respective countries government bond yields to german government bond yields.

Source: Thomson Financial Datastream

© Sachverständigenrat

Source : Conseil des sages allemand.

# Surveillance accrue

- **Six pack**

- Renforcement du PSC (rythme d'ajustement, règle sur la dette)
- Surveillance macroéconomique (procédure pour déséquilibre macroéconomique)

- **TSCG**

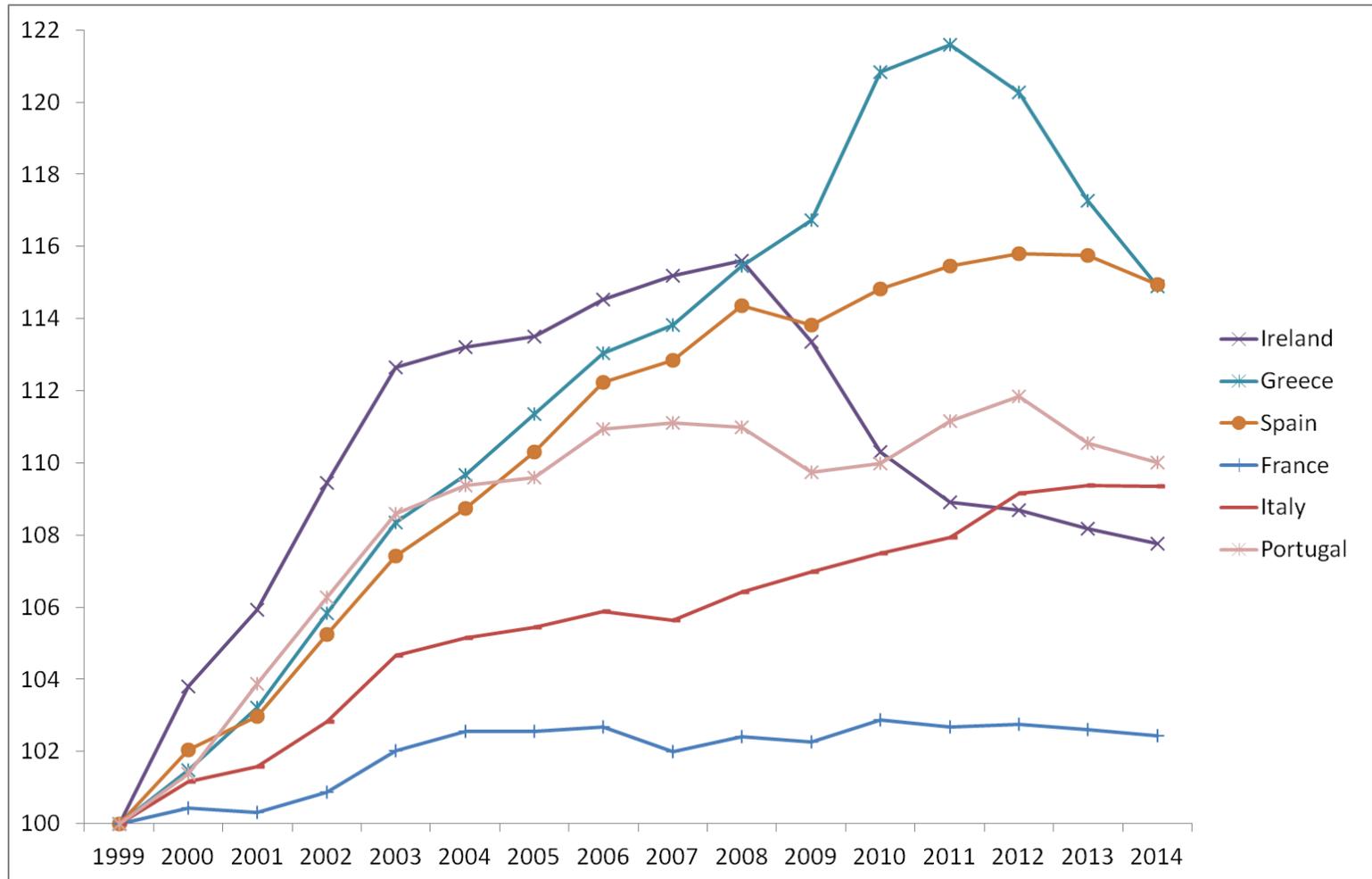
- Règles budgétaires nationales, comités budgétaires indépendants

- **Semestre européen, two pack**

- Surveillance en amont du processus budgétaire

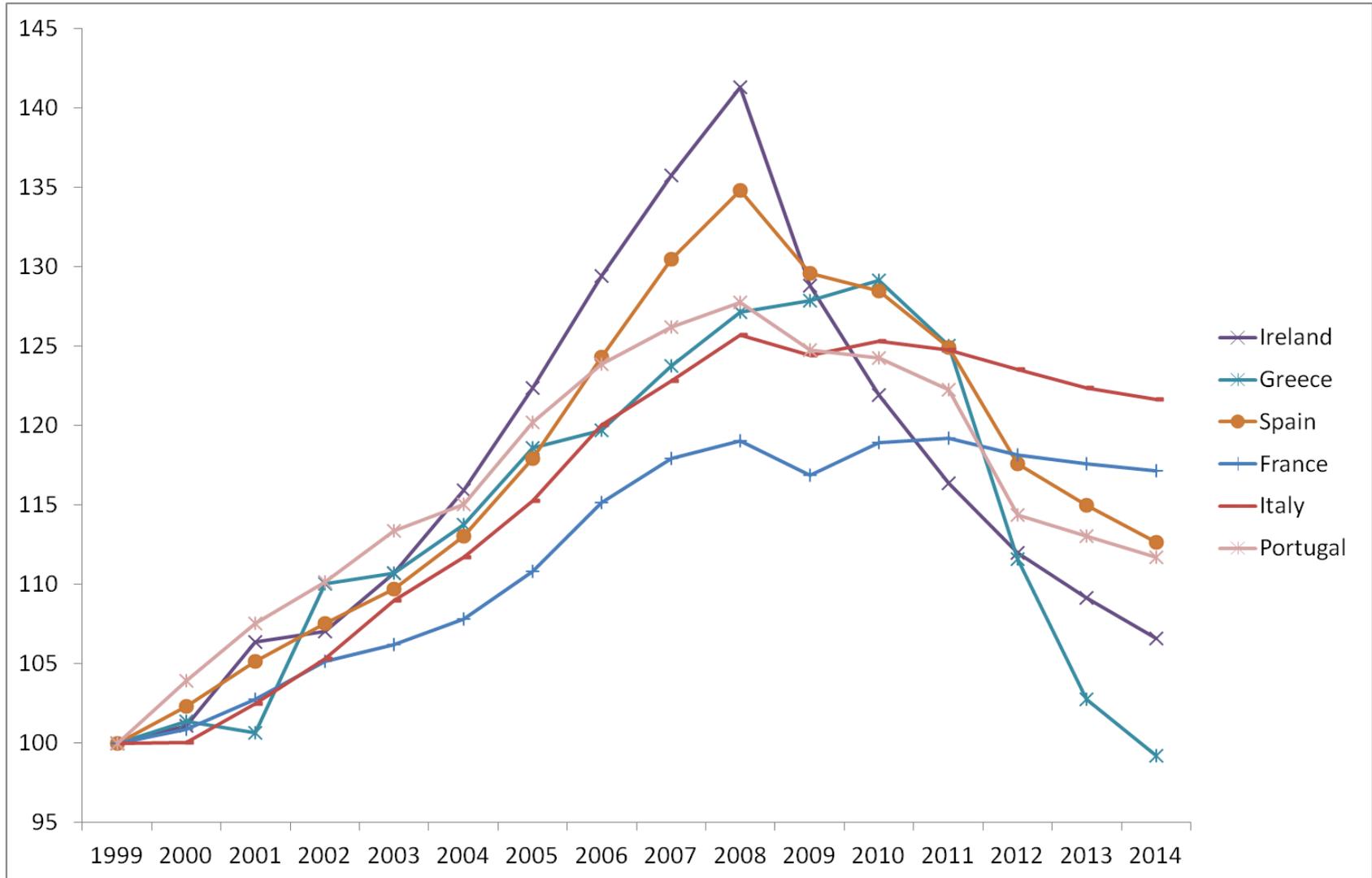
# Ajustements de prix relatifs : « *work in progress* »

Indice des prix à la consommation relativement à l'Allemagne  
(1999 = 100)



# Ajustements de prix relatifs : « *work in progress* »

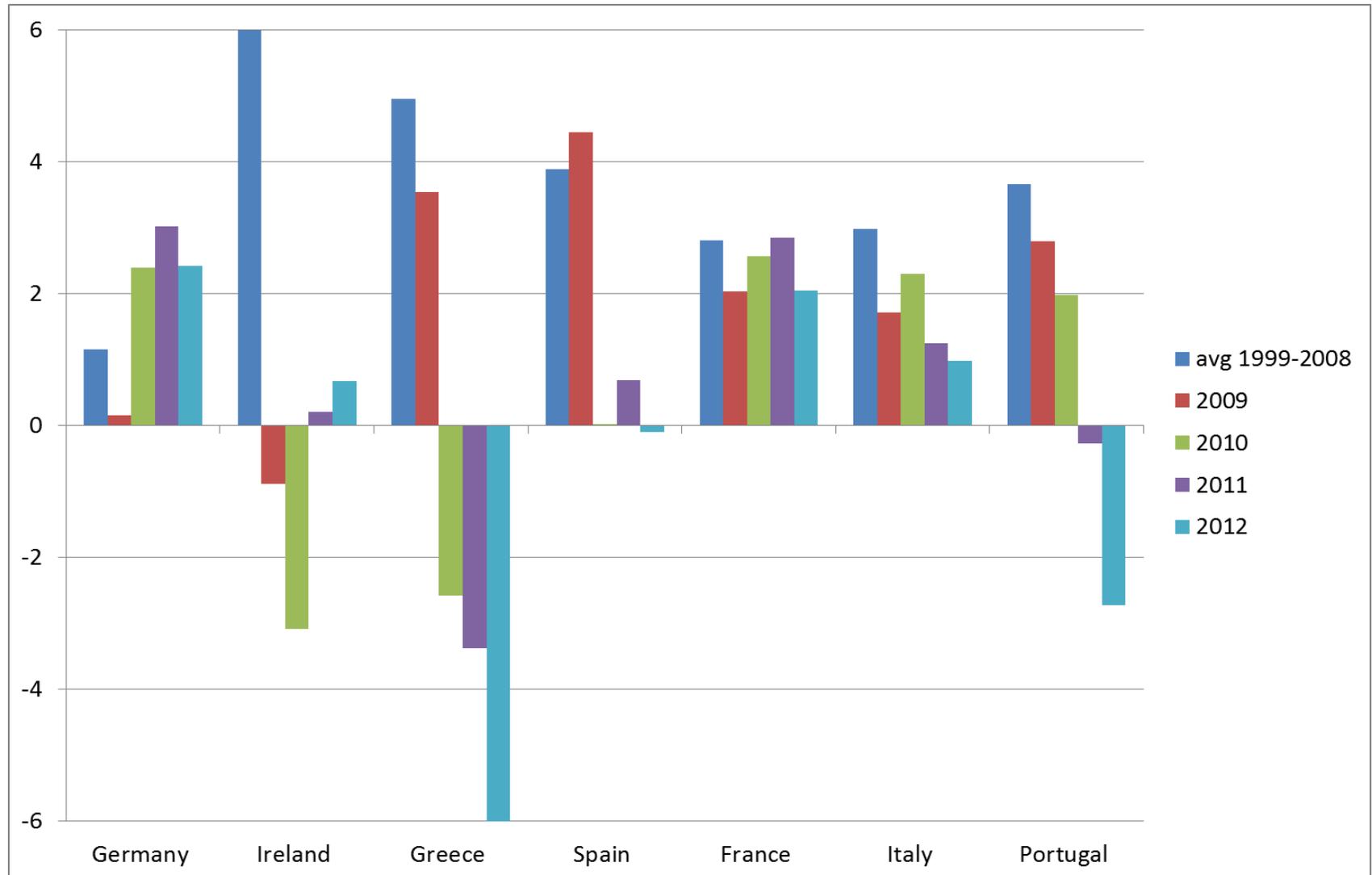
Indice des coût salariaux unitaires relativement à l'Allemagne  
(1999 = 100)



Source : Ameco.

# Ajustements de prix relatifs : « *work in progress* »

Taux de croissance des salaires bruts nominaux  
(% annuels)

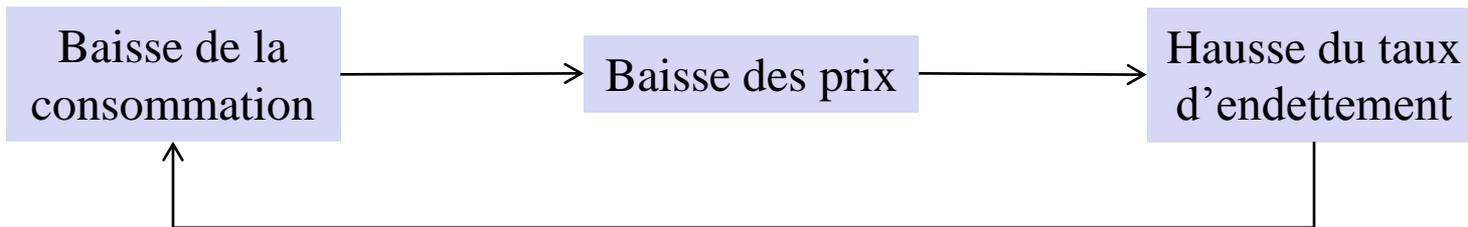


Source : Ameco.

# Difficulté

Taux d'endettement = dette nominale / PIB nominal

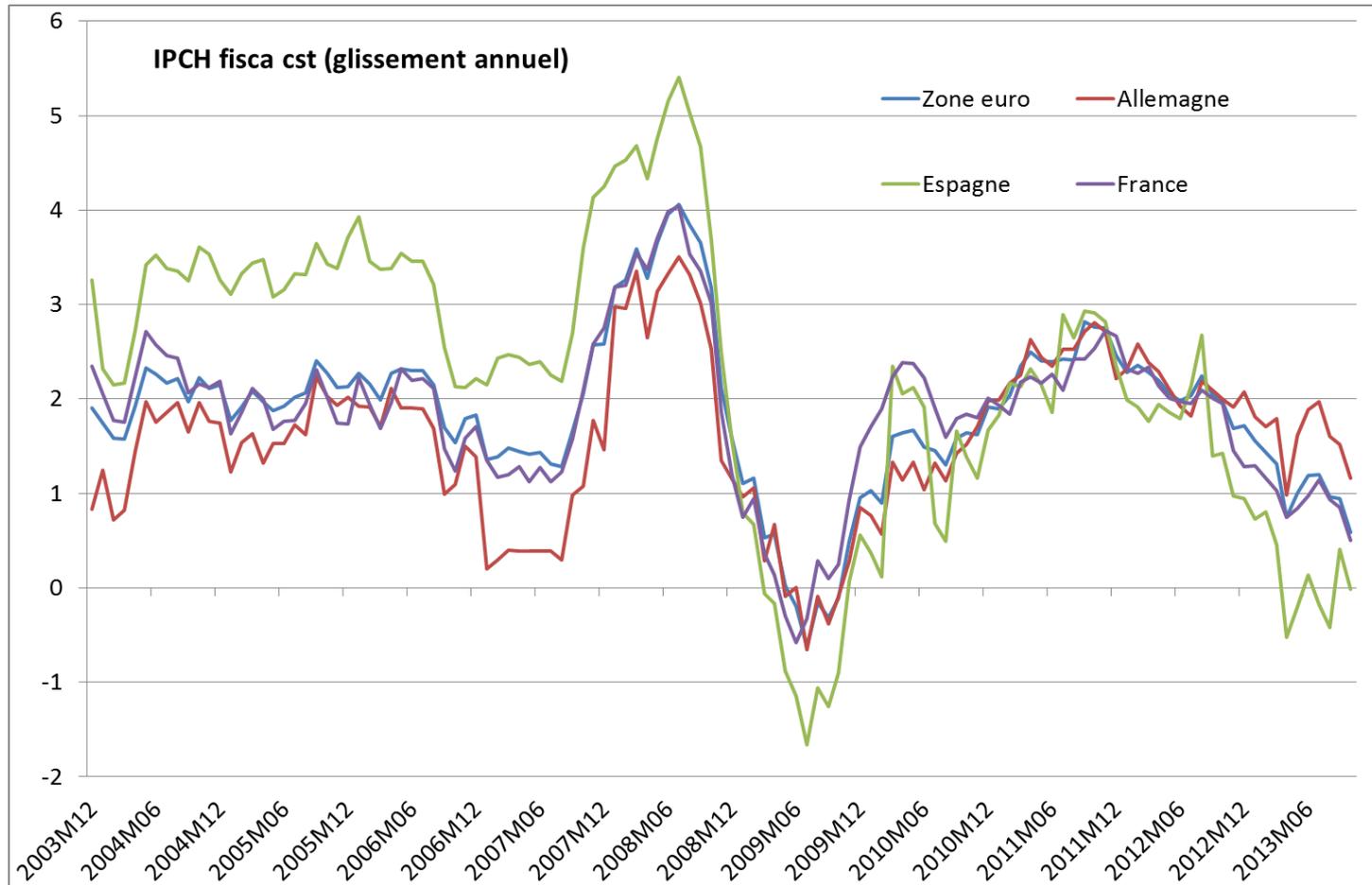
Déflation par la dette :



### **3. Et maintenant ?**

# Prévenir la déflation

## Taux d'inflation en %

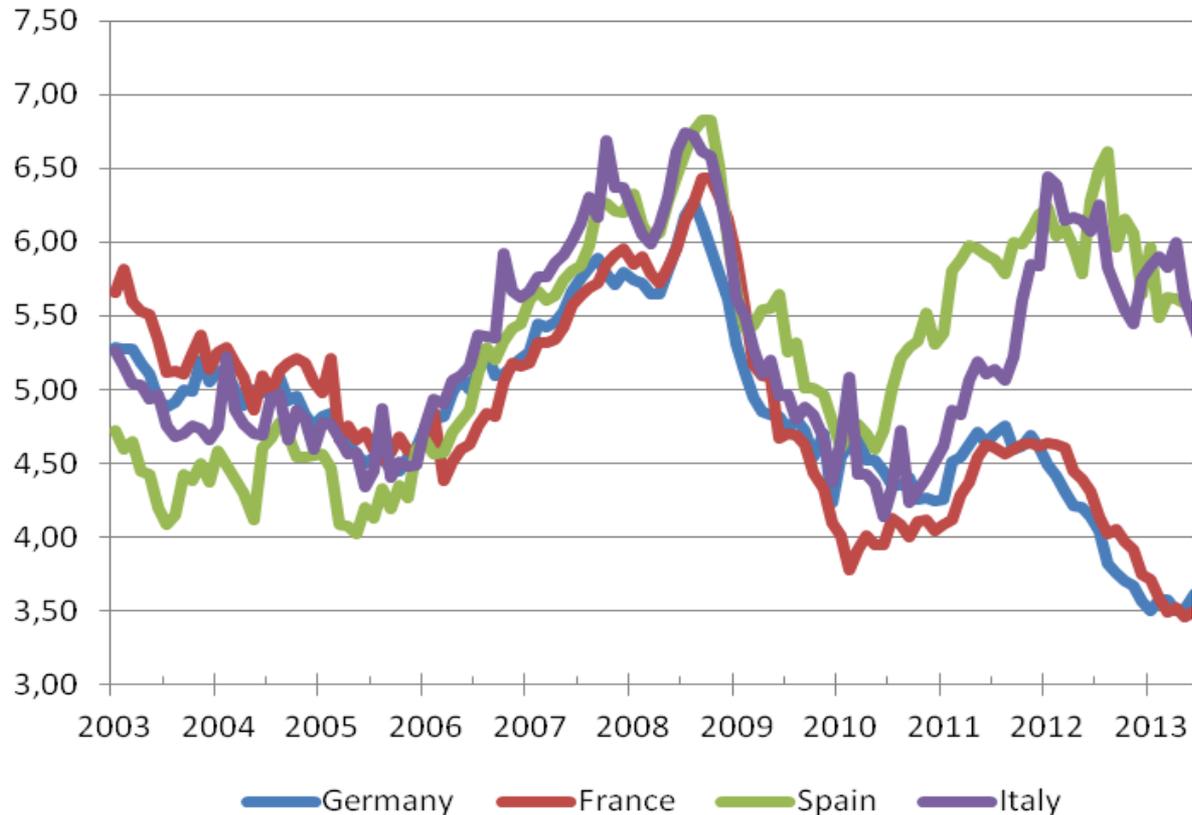


Source : BCE.

# Réunifier le marché du crédit

## Taux des emprunts bancaires

(maturités < 5 ans, montants < € 1 mn d'€, en %)



Source : BCE.

# Union bancaire

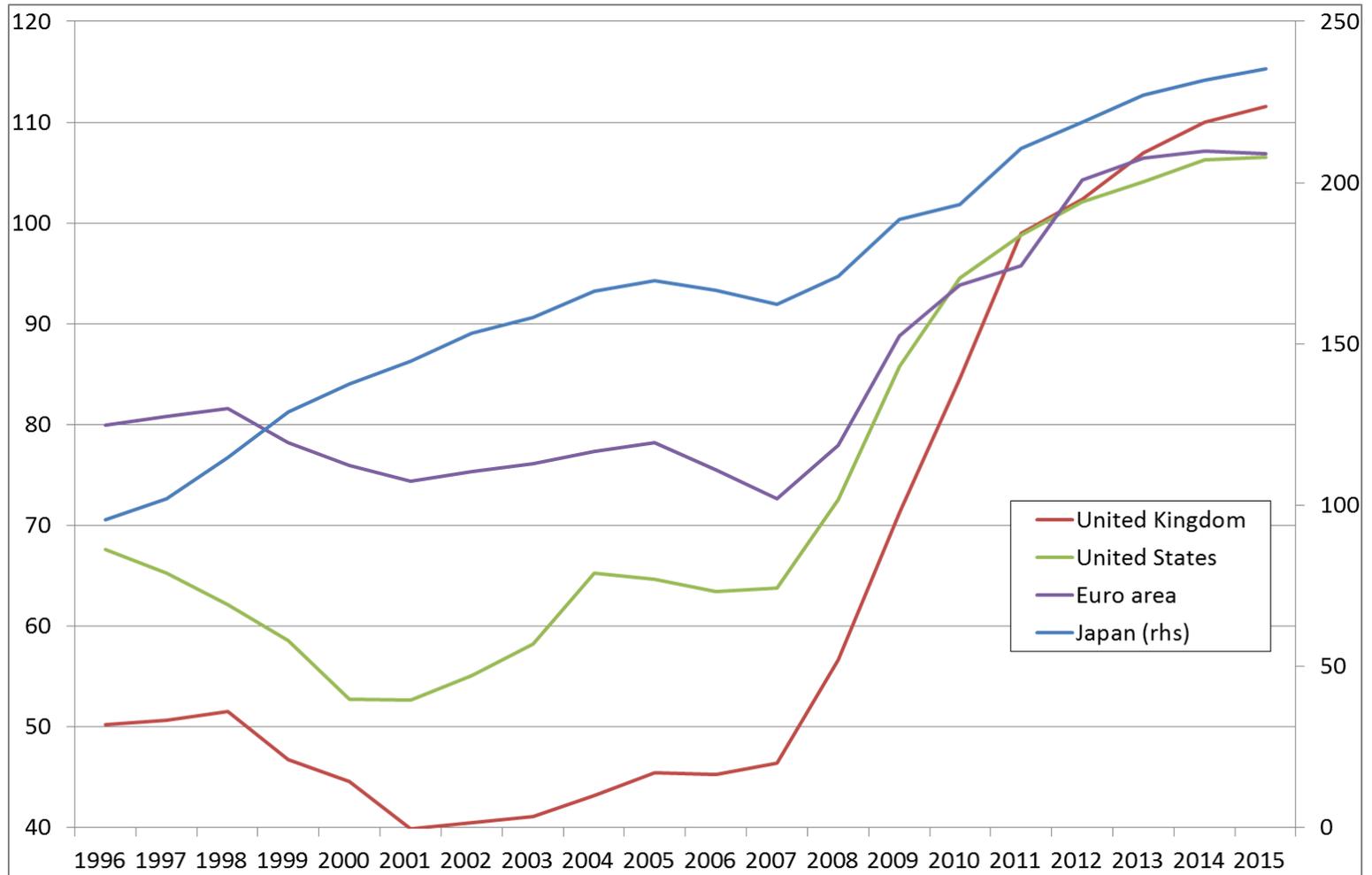
- **Mécanisme de supervision unique**

- 130 banques supervisées directement par la BCE à partir de l'automne 2014
- d'ici là : audit des actifs bancaires (*asset quality review*) + *stress tests*

- **Mécanisme de résolution unique**

- Principes de résolution (*bail in*)
- Fonds de résolution financé par les banques
- Filet de sécurité budgétaire ? Problème des dettes « héritées » (*legacy assets*)

# Mutualiser les dettes ?



Source: OECD *Economic Outlook*, 2013-2.

# Un budget zone euro, pour quoi faire ?

- **Allocation**

- stabilité financière : union bancaire

- **Stabilisation**

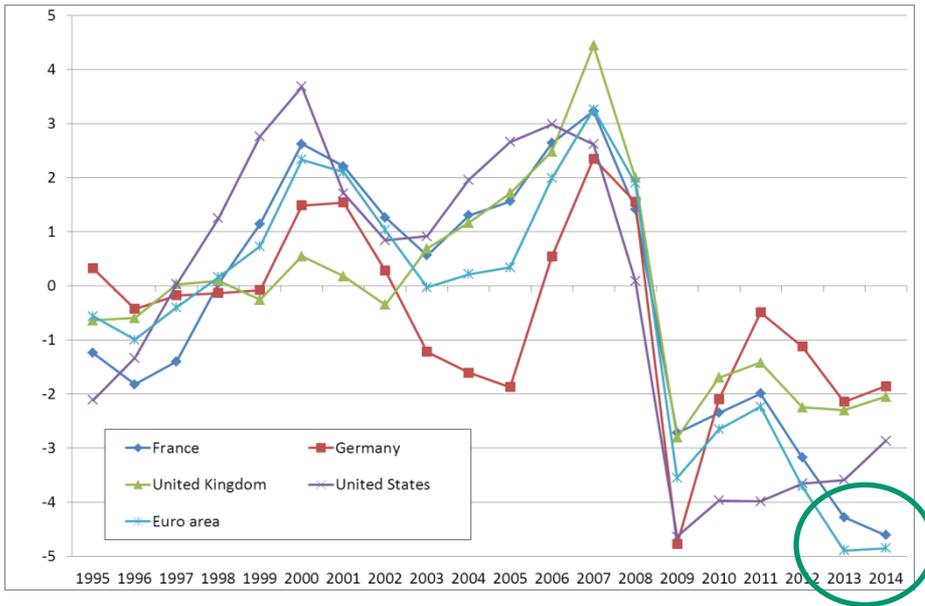
- Chocs asymétriques
- Chocs symétriques

- **Redistribution**

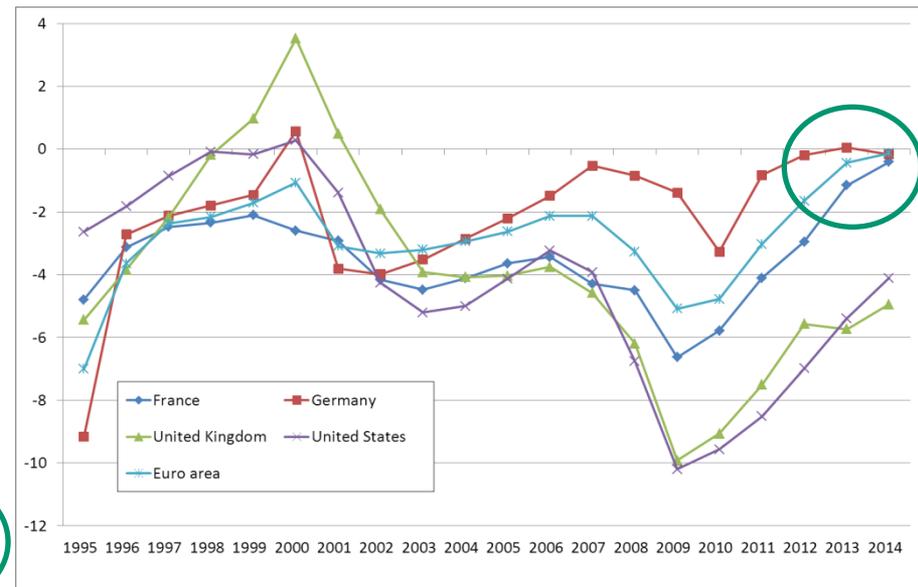
- Stratégie de croissance
- Art. 3 du traité : « Elle [l'Union] promeut la cohésion économique, sociale et territoriale, et la solidarité entre les États membres ».

# Stabilisation budgétaire

## Ecarts de production (en %)



## Soldes budgétaires structurels (en %)



Source : OECD EO92.

# Les propositions du CAE

- **Que manque-t-il à la zone euro pour fonctionner ?**
  - Une union bancaire qui fonctionne : gouvernance, pouvoirs
  - Une capacité à mener des politiques de stabilisation budgétaire
    - au niveau des Etats
    - au niveau de la zone
  - Une politique de croissance et d'emploi
    - contrat de travail européen
- **Comment gérer la transition ?**
  - Nettoyage des bilans bancaires urgent mais coûteux
  - Dispositif anti-crise ne reposant pas uniquement sur la BCE
    - Echange de dette jusqu'à 20 points de PIB pendant 25 ans, au prix de marché.

