

Italie : le défi de Mario Monti

par [Céline Antonin](#)

Dès son arrivée au pouvoir, le 12 novembre 2011, l'objectif de Mario Monti était explicite et s'articulait autour du triptyque : rigueur budgétaire, croissance et équité. Réussira-t-il à relever le défi ?

Mario Monti a succédé à Silvio Berlusconi alors que la défiance des investisseurs vis-à-vis de l'Italie ne cessait de croître, comme en attestent le creusement de l'écart de taux obligataire avec l'Allemagne et la forte augmentation des prix des CDS.

Italie : primes sur les CDS à 10 ans et taux des obligations à 10 ans



Source : Datastream.

Pour remplir son premier objectif de rigueur budgétaire, l'une des premières mesures du gouvernement a été l'adoption d'un

plan d'austérité en décembre 2011, chiffré à 63 milliards d'euros sur 3 ans. Ce plan, le troisième de l'année, portant le nom évocateur de *Salva Italia* (Sauver l'Italie), a pour but de revenir à un quasi-équilibre des finances publiques dès 2013 (voir [« Italie : le pari de Mario Monti »](#)).

Quant au deuxième objectif, celui de restaurer la croissance et de renforcer la compétitivité du pays, il apparaît dans le plan « Croissance de l'Italie » (*Cresci Italia*) adopté par le Conseil des ministres le 20 janvier 2012 dans des conditions houleuses. Outre une simplification des procédures administratives (procédures d'appels d'offre, création d'entreprises, passage au numérique, ...) et des libéralisations dans les professions réglementées, l'énergie, les transports, et les assurances, ce plan prévoit des réformes complémentaires, concernant notamment la flexibilité du marché du travail. Autant les mesures de rigueur ont été adoptées facilement, autant ce deuxième plan a été assez mal accueilli, notamment les discussions autour des modifications de l'article 18 du Code du travail qui confère aux employés et aux ouvriers dans les entreprises de plus de quinze salariés une protection contre les licenciements.

Enfin, sur le plan de l'équité, les progrès sont encore timides, notamment en matière de lutte contre l'évasion fiscale et contre l'économie souterraine.

La population sait que les mesures seront douloureuses : le quotidien économique *Il Sole 24 Ore* a ainsi annoncé que l'augmentation annuelle des impôts pour une famille moyenne vivant en Lombardie atteindrait 1 500 euros par an, et presque 2 000 euros pour une famille du Latium. Pourtant la population italienne a jusqu'à présent fait montre d'un grand sens de l'intérêt national, acceptant avec résignation la cure d'assainissement budgétaire. Quant aux marchés financiers, ils ont dans un premier temps relâché la pression sur le pays, l'écart de taux publics à long terme avec l'Allemagne passant de 530 à 280 points de base entre début janvier et mi-mars

2012. L'action de Mario Monti n'est pas la seule explication : grâce au rachat de titres obligataires fin 2011 et aux deux opérations de refinancement du système bancaire à 3 ans (LTR0) pour un montant total de 1 000 milliards d'euros, dont ont largement profité les banques italiennes, la BCE a activement participé à cette détente des taux. En outre, la réussite du plan d'échange de la dette grecque avec les créanciers privés a également contribué à détendre les taux.

La situation n'en demeure pas moins fragile et volatile : il a suffi que l'Espagne montre des signes de faiblesse budgétaire pour que l'Italie pâtisse de la méfiance, que l'écart de taux publics à long terme avec l'Allemagne se creuse à nouveau, atteignant 400 points de base début mai 2012 et que les primes sur CDS se remettent à progresser (graphique).

Quelles sont donc les perspectives pour les deux années à venir ? Après une récession entamée en 2011, avec deux trimestres de croissance négative, l'Italie devrait connaître une année 2012 difficile, avec une forte contraction du PIB de 1,7 %, conséquence des trois plans de rigueur votés en 2011. Cet effet se poursuivrait en 2013, avec une nouvelle contraction du PIB de -0,9 %[\[1\]](#). En l'absence de mesure de rigueur supplémentaire, elle réduirait son déficit, mais moins qu'escompté en raison de l'[effet multiplicateur](#) : le déficit atteindrait 2,8 % du PIB en 2012, et 1,7 % en 2013, soit un rythme de réduction des déficits inférieur à son engagement qui prévoit de revenir à l'équilibre en 2013.

[\[1\]](#) Le FMI donne une prévision plus pessimiste pour 2012, avec -1,9 % de croissance en 2012 et plus optimiste pour 2013, avec -0,3 %.

Compétitivité et développement industriel : les difficultés du couple franco-allemand

[Jean-Luc Gaffard](#)

L'obsession de la compétitivité revient sur le devant de la scène avec la campagne électorale. Elle traduit une réalité : les entreprises françaises souffrent effectivement d'une perte de compétitivité qui explique la dégradation du commerce extérieur depuis presque une décennie. Cette perte est manifeste vis-à-vis des pays émergents et explique les délocalisations. Elle est également effective vis-à-vis d'entreprises appartenant à d'autres pays développés, principalement au sein de la zone euro et, singulièrement, vis-à-vis des entreprises allemandes. Cette dernière est d'autant plus grave qu'elle met en cause la cohérence de la construction européenne ([cf. OFCE, note n°19 : Compétitivité et développement industriel : un défi européen](#)).

L'écart de compétitivité qui s'est créé avec l'Allemagne est, à l'évidence, un écart de compétitivité-hors prix dont l'une des raisons d'être est la supériorité de son modèle industriel caractérisé par le maintien d'un tissu local fait d'entreprises de toutes tailles centrées sur leur cœur de métier et la fragmentation internationale de la production. Ce modèle est particulièrement adapté au développement d'entreprises s'adressant à des marchés mondiaux et prémunit largement le pays d'origine de ces entreprises du risque de désindustrialisation.

Ce serait, cependant, une erreur que d'ignorer qu'il s'est également produit une évolution défavorable de la

compétitivité-prix du fait, à la fois, des réformes du marché du travail en Allemagne, qui ont abaissé relativement le coût salarial, et des stratégies de segmentation de leur production et de délocalisation des segments intermédiaires qui ont également permis une baisse des coûts de production.

Ainsi l'Allemagne est parvenue à la quasi stabilisation de ses parts de marché à l'exportation au niveau mondial grâce à leur augmentation réalisée dans l'Union européenne (+1,7% au cours des années 2000) et plus encore dans la zone euro (+2,3%), quand la France a perdu des parts de marché dans ces mêmes zones (respectivement 3,1% et 3,4%).

La France a subi deux évolutions peu favorables à son industrie. Le tissu des PME industrielles s'est délité. Celles-ci ont souffert moins de barrières à l'entrée que de barrières à la croissance. Leurs managers ont trop souvent été enclins ou incités à les céder à de grands groupes plutôt que d'en assurer la croissance. L'absence de partenariat véritable avec ces groupes en est l'une des causes en même temps que les difficultés rencontrées auprès des banques et des marchés pour obtenir un financement pérenne. De leur côté, les grandes entreprises industrielles, qu'elles soient présentes sur une multitude de marchés locaux ou sur des marchés internationaux, ont fait le choix de la croissance externe et d'un éparpillement territorial de leur implantation ainsi que de celle de leurs fournisseurs d'équipements ou de services. Cette stratégie, conçue pour répondre au déplacement géographique de la demande, mais aussi pour faire droit à des impératifs de rentabilité immédiate exigée par un actionnariat volatile, s'est faite, en partie, au détriment du développement de tissus productifs locaux. Elle a été réalisée grâce un vaste mouvement de fusions et acquisitions mobilisant des compétences avant tout financières. Les institutions financières se sont, de leur côté, converties au modèle de banque universelle, délaissant en partie leurs métiers traditionnels de banque de crédit mais aussi de banque

d'affaires. Ces évolutions concomitantes se sont révélées désastreuses pour la compétitivité de l'ensemble, d'autant que dans le même temps les coûts salariaux horaires dans l'industrie augmentaient.

Rétablir la compétitivité des entreprises françaises et favoriser, ainsi, une ré-industrialisation du territoire repose alors sur une double exigence. La première est de permettre une maîtrise immédiate des coûts salariaux et le rétablissement des taux de marge, notamment au moyen de mesures fiscales impliquant de réviser le mode de financement d'une partie de la protection sociale. La deuxième exigence est de peser en faveur d'une réorganisation industrielle impliquant la constitution d'un tissu de relations stables entre les différents acteurs du processus industriel, notamment au moyen d'aides conditionnées à la coopération entre grandes et petites entreprises au sein des pôles de compétitivité.

Cet effort à moyen terme restera largement vain si des politiques coopératives ne sont pas mises en œuvre à l'échelle de l'Europe, qui relèvent aussi bien de la stimulation de l'offre grâce à la mise en œuvre de programmes de développement technologique que du soutien des demandes internes là où elles sont manifestement insuffisantes au regard des capacités de production.

Plaidoyer pour un pacte de croissance : beaucoup de

bruit pour cacher un désaccord persistant

par [Jean-Luc Gaffard](#) et [Francesco Saraceno](#)

L'insistance mise sur la nécessité de compléter la rigueur budgétaire par des mesures susceptibles de relancer la croissance, pour une part induite par le débat électoral en France, est une bonne nouvelle, entre autre parce qu'elle représente la tardive reconnaissance que l'austérité est en train d'imposer un prix trop élevé aux pays du sud de l'Europe.

Cependant, invoquer la croissance n'a rien de nouveau et peut rester sans contenu réel. Déjà à la suite d'une intervention du gouvernement français, le pacte de stabilité était devenu en 1997 le pacte de stabilité et de croissance. Sans véritable conséquence sur la nature d'une stratégie tout entière tournée vers l'application de règles strictes en matière monétaire et budgétaire et la recherche de davantage de flexibilité dans le fonctionnement des marchés.

La semaine dernière, [Mario Draghi](#), ou encore [Manuel Barroso et Mario Monti](#) se sont montrés inquiets par la récession enregistrée notamment en Espagne, au Portugal, aux Pays-Bas et en Grande-Bretagne, mais aussi soucieux de répondre formellement à la demande qui pourrait venir du nouveau gouvernement français. Aussi plaident-ils pour que soit négocié un pacte de croissance, mais en prenant soin de rappeler qu'il doit consister dans un engagement commun à effectuer les réformes structurelles là où elles n'ont pas encore été faites. Cette position rappelle la [lettre](#) de onze premiers ministres, aux autorités européennes en février dernier. Autrement dit, rien ne change dans la doctrine qui commande les choix de politique économique en Europe : la croissance ne peut être obtenue que par des reformes

structurelles notamment des marchés du travail.

Cette position est pourtant doublement critiquable. [Il n'est pas sûr](#), en premier lieu, que ces réformes structurelles soient efficaces, à moins d'être utilisées dans un esprit non coopératif pour améliorer la compétitivité du pays qui s'y livre au détriment de ses partenaires commerciaux, comme a pu le faire l'Allemagne avec les réformes Hartz. En second lieu, des réformes généralisées, y compris lorsqu'elles sont justifiées en termes de croissance de long terme, auraient dans un premier temps un impact récessif sur la demande[\[1\]](#), et donc sur l'activité. Elles ne peuvent donc répondre à ce qui est une exigence immédiate et prioritaire, à savoir enrayer la récession en train de se généraliser.

Le véritable défi auquel sont confrontés les Européens est bien de concilier le court et le long terme. La solution proposée jusqu'ici, une austérité budgétaire généralisée qui [rétablirait la confiance des acteurs privés](#), et que viendraient compléter ces réformes structurelles censées augmenter le taux de croissance potentiel, ne marche simplement pas. Le prouvent les évolutions observées en Grèce, mais aussi au Portugal et en Irlande, élèves modèles des plans de sauvetage européens, ainsi qu'en Grande-Bretagne, en Italie et en Espagne. Les multiplicateurs budgétaires restent fermement keynésiens (voir [Christina Romer](#), et [Creel, Heyer et Plane](#)), et les effets dits « non-keynésiens » sur les anticipations sont limités ou inexistants.

La croissance ni ne se décrète ni ne s'établit instantanément, contrairement à la spirale déflation-austérité dans laquelle s'enlisent aujourd'hui de plus en plus de pays européens.

Elle n'a de chances de se concrétiser que si la consolidation budgétaire n'est ni immédiate ni drastique. En fait, si la consolidation imposée aux pays en difficulté est étalée dans le temps (au delà de l'horizon 2013 qui sera en tout état de cause impossible à atteindre) et si une politique budgétaire

plus expansionniste est conduite dans les pays en mesure de le faire de manière à ce que, au niveau européen, l'effet global soit au moins neutre ou mieux expansionniste. Cette stratégie ne serait pas forcément sanctionnée par les marchés qui ont montré dans un passé récent qu'ils étaient sensibles à l'exigence de croissance. Dans le cas contraire, des mesures devraient être prises par la BCE pour échapper à la contrainte qu'ils exercent. Ce soutien à court terme doit s'accompagner d'un effort substantiel à moyen terme d'investissement réalisé dans le cadre de programmes industriels européens financés par l'émission d'euro-obligations, et donc par un budget européen enfin de taille appropriée aux tâches de l'Union. Cette façon d'articuler et coordonner les choix à court et moyen terme serait un pas important vers la mise en place d'une structure fédérale seule à même de permettre la résolution de la question européenne.

[\[1\]](#) R.M. Solow, Introduction à Solow R.M. Ed. (2004) *Réformes structurelles et politique macroéconomique*, Paris : Economica (Traduction de *Structural Reforms and Macroeconomic Policy*, London : Macmillan).

Classes moyennes : peurs

infondées ou réelles difficultés?

par Louis Chauvel

L'expression « classes moyennes » fait partie de ces notions des sciences sociales propices à la controverse par la complexité même de leur définition, de leur dynamique et du débat politique qu'elles suscitent. Que des diagnostics forts divergents puissent s'y attacher n'est donc pas pour nous surprendre. [Dans une note de l'OFCE](#) – où une définition plurielle des classes moyennes est proposée [1] – nous revenons sur plusieurs dimensions du malaise social de ces groupes sociaux souvent vus comme relativement protégés, pour tenter d'en saisir les fondements objectifs.

Deux thèses sont ici en effet en présence :

– d'une part, la thèse du maintien des classes moyennes dans leur statut de naguère, de l'affermissement de la protection dont elles jouissent et de leur ascension économique confirmée [2] – une thèse qui rend paradoxale la « peur de déchoir » qui les anime ;

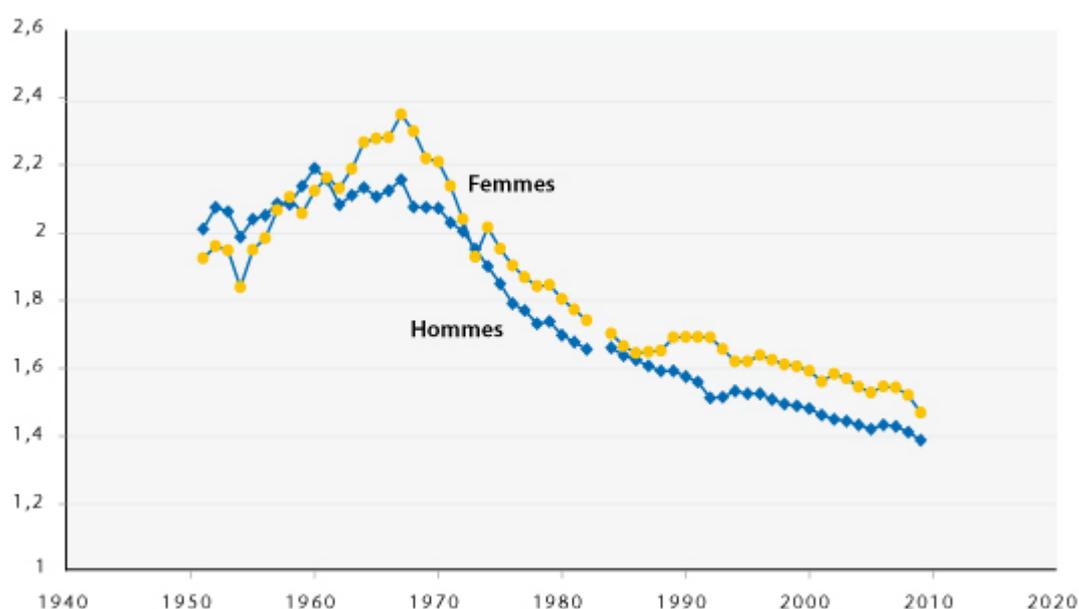
– d'autre part, la thèse de la remontée objective de problèmes sociaux, naguère confinés dans les classes populaires (employés et ouvriers, deux groupes sociaux dont les salaires horaires sont semblables) mais dont la diffusion par capillarité est de moins en moins endiguée [3].

Ainsi, des tenants de la thèse optimiste, celle du maintien, affirment que « contrairement aux idées reçues », le déclassement des classes moyennes est une « fiction », ce groupe social « incarnant à la fois une 'France qui tient' et une 'France qui monte' » (Goux et Maurin). Ainsi, la peur de déchoir serait une réaction psychologique des classes moyennes sans cause réelle.

Dans cette note qui soutient une autre thèse, nous revenons sur plusieurs dimensions de ce diagnostic pour saisir les

fondements objectifs de ce malaise des classes moyennes. Nous montrons ainsi que des difficultés croissantes des catégories populaires – par exemple le risque de chômage – remontent en effet progressivement au sein des classes moyennes intermédiaires, dont on ne peut plus dire qu'elles sont protégées. Il s'agit d'un élément de la « théorie du morceau de sucre au fond d'une tasse de café » : si la partie supérieure et moyenne de la société semblent toujours intactes, l'érosion continue, progressant par capillarité de la partie immergée la menace d'une dégradation inévitable, si rien n'est fait.

Rapport entre le salaire annuel à temps plein net des professions intermédiaires et celui des ouvriers/ouvrières (hommes et femmes, séparément)



Source : données DADS, secteur privé et semi-public.

Note : L'analyse détaillée montre que depuis 50 ans les ouvriers et les employés ont connu une dynamique salariale parallèle.

Le niveau de vie relatif des classes moyennes intermédiaires a connu son apogée à la fin des Trente glorieuses : depuis la fin de cet âge d'or, la stagnation des salaires et des revenus, la réduction des écarts salariaux avec les classes populaires en emploi (voir graphique), le risque inédit de chômage, l'expansion numérique des diplômés située très au-delà des places disponibles dans les professions intermédiaires, le déclassement scolaire qui s'ensuit, etc. ont été autant de dimensions problématiques analysées dans cette note soulignant l'existence d'un malaise bien réel.

Ainsi, il est possible de montrer que, du point de vue des diplômés, la population des classes moyennes intermédiaires est de plus en plus constituée d'une part de cadres potentiels (par leur niveau de diplôme) ayant manqué leur entrée véritable dans les classes moyennes supérieures, faute de places en nombre suffisant, et d'autre part de survivants d'une concurrence exacerbée, témoins de la rétrogradation d'un nombre croissant de personnes de même niveau de diplôme tombées dans les classes populaires.

Dans cette note, nous nous interrogeons donc sur les causes de la déstabilisation du projet de « civilisation de classe moyenne » (Alexandre Koyré) qui avait vu le jour dans le contexte de croissance et de modernité des années 1960 à 1980. La dynamique sociale correspondante n'était pas simplement fondée sur l'expansion numérique des classes moyennes, mais aussi sur un projet social et politique cohérent, aujourd'hui déstabilisé. Quels sont les moyens de renouer avec cette dynamique ? Comment sortir d'un cercle vicieux où, à mesure que les catégories moyennes se désagrègent, nous développons des politiques ciblées sur les catégories les plus en difficulté sans voir qu'elles se nourrissent de la chute de groupes naguère mieux situés et que nous n'avons pas soutenus ? La réponse se situe dans l'investissement productif dans des secteurs porteurs d'avenir de long terme. Faute de comprendre les causes réelles du malaise des classes moyennes et d'en traiter la racine objective, nous pourrions bien nous préparer à une décennie problématique.

[1] Les classes moyennes sont définies dans leur pluralité entre des classes moyennes supérieures qui s'apparentent aux « cadres et professions intellectuelles supérieures », de l'ordre de 10 % des ménages, et des classes moyennes intermédiaires, qui correspondent aux 20 % situés immédiatement en dessous, proches donc des professions intermédiaires définies par l'INSEE.

[2] D. Goux et E. Maurin, 2012, *Les nouvelles classes*

moyennes, Seuil, Paris. Ces idées sont pour la plupart déjà présentes dans S. Bosc, 2008, *Sociologie des classes moyennes*, La Découverte.

[3] L. Chauvel, 2006, *Les classes moyennes à la dérive*, Seuil, Paris.

Les marchés financiers, épée de Damoclès de l'élection présidentielle

par [Céline Antonin](#)

Même si certains candidats s'en défendent, le risque financier lié à la crise budgétaire en zone euro est l'invité d'honneur de la campagne présidentielle. Preuve que la question est sensible, le lancement d'un nouveau produit financier sur la dette française, mi-avril, a cristallisé les tensions. Il faut dire que le contexte est particulier : le défaut grec a montré que la faillite d'un pays de la zone euro était devenue possible. Malgré les pare-feux budgétaires mis en place depuis mai 2010 (notamment le Fonds européen de stabilité financière), certains pays voisins de la France font face à une défiance des marchés financiers, fragilisant leur capacité à tenir leurs engagements budgétaires et à assurer la soutenabilité de leur dette publique, l'exemple le plus préoccupant en date étant l'Espagne. Quels sont les instruments dont disposent les spéculateurs pour attaquer un pays comme la France et que faut-il craindre au lendemain de

l'élection présidentielle ?

L'outil le plus utilisé pour spéculer contre la dette publique d'un pays est le *swap* de défaut (ou CDS, *Credit Default Swap*). Ce contrat procure une assurance contre un événement de crédit et notamment le défaut d'un Etat (voir en annexe "Fonctionnement technique des CDS" *in fine*). Seuls les investisseurs institutionnels, principalement les banques, assurances et *hedge funds*, ont accès directement au marché des CDS sur les Etats souverains[\[1\]](#).

Les CDS n'ont pas seulement un rôle de couverture, ils sont également un moyen privilégié de spéculation. L'une des critiques vis-à-vis des CDS vient du fait que l'acheteur de protection n'a aucune obligation de détenir une exposition crédit à l'entité de référence, autrement dit on peut acheter des CDS sans détenir l'obligation sous-jacente (achat/vente à nu). En juin 2011, le marché des CDS représentait 32 400 milliards de dollars d'encours notionnel. Devant l'ampleur de ces chiffres, l'Union européenne a finalement adopté un règlement portant sur l'encadrement des ventes à découvert : il interdit notamment les CDS à nu sur la dette souveraine des Etats européens, mais ne sera applicable qu'à partir du 1^{er} novembre 2012.

Le FOAT, nouvel instrument de spéculation sur la dette française ?

Ce nouvel instrument financier, mis en place le 16 avril par Eurex[\[2\]](#), est un contrat *futures*, c'est-à-dire un accord entre deux parties pour acheter ou vendre un actif spécifique à une date future et à un prix fixé à l'avance. L'actif spécifique est en l'occurrence [une obligation assimilable du Trésor](#)

français (OAT), de maturité restante longue (comprise entre 8,5 et 10,5 années), avec un coupon de 6 % et pour un montant nominal de 100 000 euros. Doit-on s'inquiéter du lancement de ce nouveau contrat, à la veille de l'élection présidentielle ? Non si l'on considère que le lancement du FOAT répond au décrochage entre taux obligataires allemands et français, intervenu depuis la récente dégradation de la note souveraine française : auparavant, les taux obligataires allemands et français étant étroitement corrélés, le FOAT sur les obligations allemandes permettait une couverture du risque sur les obligations allemandes et françaises. A la suite du creusement de l'écart de taux entre les deux pays, Eurex a décidé de créer un contrat *futures* spécifique pour les obligations françaises. Le même phénomène s'est produit pour l'Italie : depuis septembre 2009, l'Eurex a également lancé trois contrats *futures* sur les titres de dette obligataire italienne[3]. En outre, l'Eurex est un marché organisé privé de droit allemand, beaucoup plus transparent que le marché de gré à gré sur lequel s'échangent les CDS. Notons que le lancement du FOAT n'a pas connu beaucoup de succès : le jour de son lancement, il s'est échangé seulement 2 581 contrats *futures* sur les obligations françaises, contre 1 242 000 sur les obligations allemandes et 13 671 sur les obligations italiennes[4].

Même si, comme pour les CDS, la fonction première du FOAT est la couverture contre le risque, il peut également devenir un instrument de spéculation, notamment *via* les ventes à découvert. Alors que la spéculation sur la dette française était réservée aux gros investisseurs, avec un montant notionnel moyen de 15 milliards d'euros par CDS[5], le montant notionnel du nouveau contrat FOAT est de 100 000 euros, ce qui drainera davantage d'investisseurs sur le marché de la dette française. Si les spéculateurs parient sur une dégradation de la soutenabilité des finances publiques, alors le prix des contrats *futures* sur les OAT baissera, ce qui amplifiera les mouvements de marché et provoquera la hausse des taux sur les

contrats OAT.

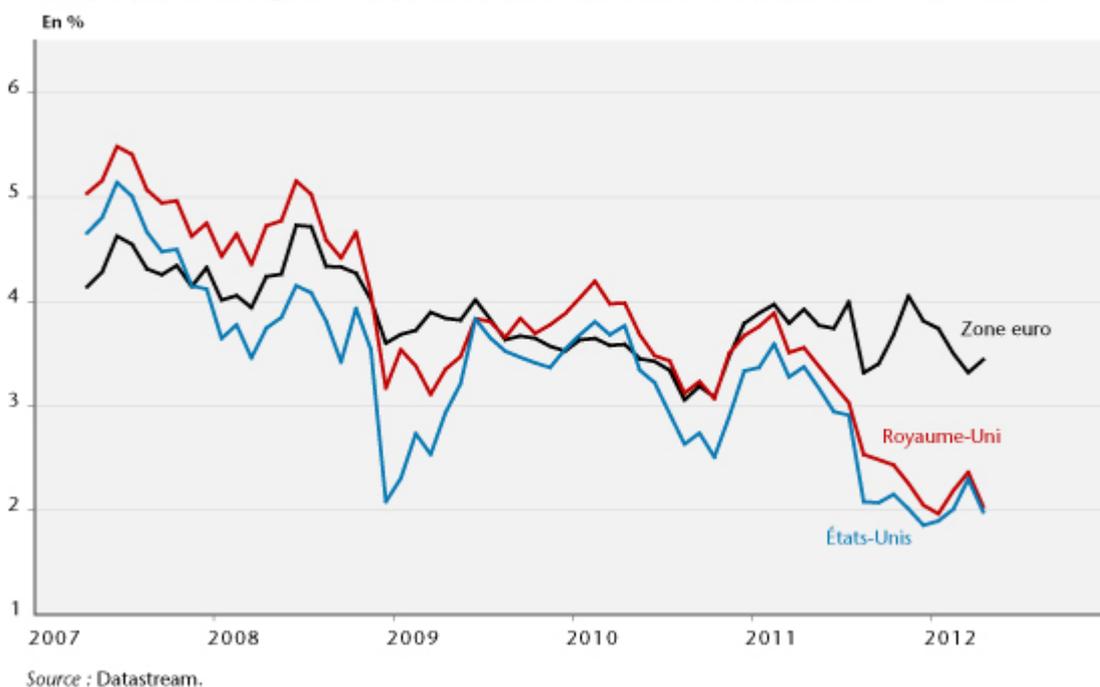
Des lendemains qui déchantent ?

Il est difficile de prévoir l'attitude des marchés financiers au lendemain des résultats des élections présidentielles françaises. L'étude de ce qui se passe dans d'autres pays de la zone euro nous renseigne peu, en raison des situations spécifiques dans chacun d'entre eux. Le pays le plus « comparable » à la France serait sans doute l'Italie. Or, la nomination de Mario Monti en novembre 2011 s'inscrivait dans un contexte particulier, où la constitution d'un gouvernement technique avait précisément pour but de restaurer la confiance des marchés en réduisant le déficit à marches forcées, l'Italie bénéficiant également de la politique accommodante de la BCE. La [configuration budgétaire française est différente](#), l'impératif financier n'apparaissant qu'au second plan. Les candidats des deux grands partis mettent néanmoins en avant la nécessité de revenir à l'équilibre budgétaire. Le calendrier diffère (2016 pour l'UMP, 2017 pour le PS), ainsi que les moyens d'y parvenir : pour Nicolas Sarkozy, les efforts budgétaires porteront davantage sur une modération des dépenses publiques (0,4 % par an entre 2013 et 2016, contre 1,1 % pour le PS), alors que François Hollande met l'accent sur la hausse des recettes, avec une augmentation du taux de prélèvements obligatoires de 1,8 % entre 2012 et 2017 (contre 1 % pour l'UMP).

Mais l'essentiel n'est pas là. Ce qui frappe, au-delà de l'impératif de réduction des déficits publics dans les pays de la zone euro, c'est le fait que nos destins soient inextricablement liés. Comme le montre le graphique d'évolution des taux d'intérêt obligataires en zone euro (graphique 2), lorsque la zone euro est affaiblie, c'est l'ensemble des pays qui en subissent les conséquences sur leur prime de risque par rapport aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, bien qu'à des degrés divers. Il est donc irréaliste de penser la stratégie budgétaire et la stratégie de croissance

française en dehors du cadre européen. Ce qui empêchera les marchés financiers de spéculer sur la dette d'un pays, c'est la constitution d'une Europe budgétaire forte et dotée de règles strictes, assistée d'une politique monétaire active. Cette construction est en marche mais elle est loin d'être aboutie : le FESF n'a pas une force de frappe suffisante pour aider les pays en difficulté, la stratégie de croissance à l'échelle européenne, décidée au sommet du 2 mars 2012, demande à être approfondie, et la BCE doit mener une politique active, à l'instar de la Fed, ce qui exige notamment une révision de ses statuts. Comme l'a rappelé l'agence Standard and Poor's lorsqu'elle a annoncé la dégradation de la note française en décembre dernier, c'est avant tout la cohésion budgétaire en zone euro qui sera regardée de près par les marchés financiers. Le 6 mai 2012, ce sera donc davantage l'attitude du prochain Président vis-à-vis de cette construction budgétaire et sa capacité à faire valoir sa position au sein de la zone euro qui détermineront l'attitude future des marchés financiers, non seulement vis-à-vis de la France, mais également vis-à-vis de chacun des pays de la zone euro.

Graphique. Taux obligataires moyens à 10 ans en zone euro, aux États-Unis et au Royaume-Uni



Annexe : Fonctionnement technique des CDS

L'acheteur du contrat acquiert le droit de vendre une obligation de référence à sa valeur nominale (qualifiée de « principal ») en cas d'événement de crédit. L'acheteur du CDS paie au vendeur des montants convenus, à intervalles réguliers, jusqu'à l'échéance du CDS, ou à la survenance de l'événement de crédit. Le swap est alors dénoué, soit par livraison du sous-jacent, soit en cash. Si les termes du contrat prévoient un règlement physique, l'acheteur du CDS livre les obligations au vendeur en échange de leur valeur nominale. Si le CDS est dénoué en cash, le vendeur du CDS rembourse à l'acheteur la différence entre le montant nominal des obligations de l'acheteur et le montant des obligations cotées à la suite de l'événement de crédit (valeur de recouvrement), sachant que dans ce cas, l'acheteur du CDS conserve ses obligations décotées. Dans la plupart des cas, la valeur de recouvrement est déterminée officiellement par un processus d'enchère organisé par l'ISDA ([International Swaps and Derivatives Association](#)). La prime annuelle que versera la banque à la compagnie d'assurance pour avoir le droit à une couverture s'appelle le spread du CDS et constitue la valeur cotée sur le marché : plus le risque de défaut est élevé, plus le spread des CDS augmente (graphique 1). En réalité, les banques étant à la fois des acheteurs et des vendeurs de protection, le spread est généralement présenté comme une fourchette : une banque peut proposer une fourchette 90-100 points de base sur le risque de défaut de la France. Elle est donc prête à acheter une protection contre le risque de défaut en payant 90 points de base sur le principal, mais elle en exige 100 pour fournir cette protection.

A titre d'illustration, on peut considérer l'exemple suivant. Le 7 mai 2012, une banque (acheteuse) signe un CDS sur un principal de 10 millions d'euros pour 5 ans avec une compagnie d'assurance (vendeuse). La banque s'engage à payer 90 points de base (spread) pour se protéger contre le défaut de l'Etat français. Si la France ne fait pas défaut, la banque ne recevra rien à l'échéance, mais paiera chaque année 90 000

euros chaque 7 mai des années 2012 à 2017. Supposons qu'un événement de crédit survienne le 1^{er} octobre 2015. Si le contrat spécifie la livraison du sous-jacent, l'acheteur a le droit de livrer ses 10 millions d'euros de nominal d'obligations françaises et recevra en échange 10 millions d'euros en cash. S'il est prévu un dénouement en cash, et si les obligations françaises ne sont plus cotées qu'à 40 euros, alors la compagnie d'assurance versera $10\,000\,000 - 4\,000\,000 = 6$ millions d'euros à la banque.

Graphique Annexe. France/Allemagne : primes sur les CDS à 10 ans et taux des obligations à 10 ans



[\[1\]](#) Les particuliers peuvent jouer sur les marchés de CDS d'entreprise *via* les *trackers* (placements collectifs en valeurs mobilières qui répliquent la performance d'un indice boursier).

[\[2\]](#) L'Eurex a été créé en 1997 par la fusion du marché à terme allemand, la Deutsche Termin-Börse (DTB), et le marché à terme de Zurich, le Swiss Options and Financial Futures Exchange (SOFFEX), entre autres pour concurrencer le LIFFE. Il appartient à Deutsche Börse et domine le marché des contrats de taux à long terme.

[3] En septembre 2009 pour les obligations à maturité restante longue (8,5 à 11 ans), octobre 2010 pour les obligations à maturité restante courte (2 à 3,25 ans) et juillet 2011 pour les obligations à maturité restante moyenne (4,5 à 6 ans).

[4] Notons que cette comparaison est biaisée du fait qu'il existe 4 contrats *futures* sur la dette allemande, 3 sur la dette italienne, et seulement 1 sur la dette française.

[5] Données hebdomadaires fournies par la [DTCC](#) pour la semaine du 9 au 13 avril 2012 sur les CDS souverains sur la dette française : le notionnel brut atteint 1 435 milliards de dollars et 6822 contrats ont été échangés.

Les infortunes de la vertu*

par [Christophe Blot](#)

** Ce texte résume les perspectives 2012-2013 pour l'économie de la zone euro, réalisées par le Département analyse et prévision et disponibles sur le [site internet de l'OFCE](#)*

La zone euro est toujours en crise : crise économique, crise sociale et crise budgétaire. [Le recul du PIB de 0,3 % au quatrième trimestre 2011](#) rappelle que le mouvement de reprise initié après le grand plongeon de 2008-2009 est fragile et que la zone euro a fait le premier pas vers une récession qui se confirmerait dès le début de l'année 2012.

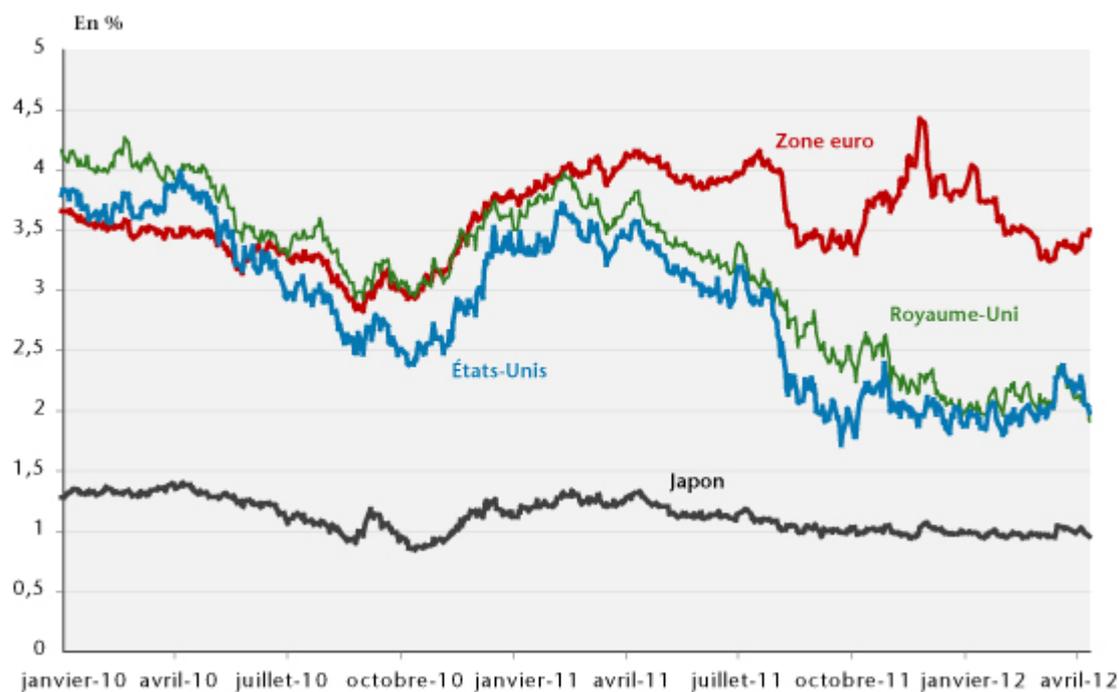
La baisse du taux d'intérêt public moyen de la zone euro à long terme observée depuis le début de l'année s'est interrompue. Après avoir atteint 3,25 % le 9 mars, il de nouveau augmenté en raison des nouvelles tensions apparues sur

les taux italien et espagnol. En effet, malgré l'accord signé pour éviter un défaut de paiement de la Grèce, de nouvelles inquiétudes sont cette fois-ci venues de l'Espagne après l'annonce que le déficit budgétaire avait atteint 8,5 % en 2011 – soit 2,5 points de plus que l'objectif initialement fixé –, et la déclaration que les engagements pour 2012 ne seraient pas tenus, ce qui a renforcé les doutes sur la soutenabilité de la dette. La situation espagnole illustre le lien étroit entre la crise macroéconomique et la crise des dettes souveraines qui frappent l'ensemble de la zone euro. La mise en œuvre des plans d'ajustement budgétaire en Europe, dont l'impact est amplifié par la forte interdépendance des économies, provoque le ralentissement, voire la récession dans les différents pays de la zone euro. Cet impact des restrictions synchronisées est pourtant sous-estimé si bien que les gouvernements se voient assignés des objectifs souvent difficiles à tenir, sauf à accepter une récession toujours plus forte. Les tensions ne manqueront pas de se répéter en 2012 tant que la zone euro continuera à s'enfermer dans une stratégie d'austérité synchronisée qui condamne la reprise de l'activité et la baisse du chômage. Le taux d'intérêt public à long terme de la zone euro devrait rester supérieur à ceux des Etats-Unis et du Royaume-Uni (graphique) bien que le déficit budgétaire moyen de la zone euro soit nettement inférieur en 2011 à celui de ces deux pays : 3,6 % contre respectivement 9,7 % aux Etats-Unis et 8,3 % au Royaume-Uni.

Pour sortir de cette spirale récessive, les pays de la zone euro doivent reconnaître que la réduction des déficits budgétaires ne passe pas uniquement par l'austérité. La croissance et le niveau des taux d'intérêt sont deux autres facteurs tout aussi importants pour assurer la soutenabilité de la dette publique. Il est donc urgent de définir une autre stratégie, moins coûteuse en termes de croissance et d'emploi, ce qui serait la seule garantie contre le risque d'éclatement de la zone euro. Premièrement, l'austérité généralisée doit être abandonnée. Le principal problème de la zone euro n'est

pas la dette mais la croissance et le chômage. Ensuite, la solidarité doit être renforcée afin de freiner la spéculation sur la dette des pays les plus fragiles. La coordination des politiques budgétaires des Etats membres doit être améliorée afin d'atténuer les effets indirects des restrictions des uns sur la croissance des autres[1]. Il faut d'une part étaler dans le temps la consolidation lorsque celle-ci est nécessaire pour assurer la soutenabilité de la dette. D'autre part, les pays disposant de marges de manœuvre budgétaires doivent engager des politiques budgétaires plus expansionnistes. Enfin, l'action de la BCE devrait être amplifiée et coordonnée avec celles des gouvernements de la zone euro. Elle seule dispose des moyens pour ancrer les taux d'intérêt de court terme et de long terme à un niveau suffisamment bas, ce qui permettrait à la fois de soutenir la croissance et de favoriser le refinancement des déficits budgétaires. En deux opérations de refinancement exceptionnel, la BCE a en effet alloué plus de 1 000 milliards d'euros de refinancement aux banques de la zone euro. Cet apport de liquidité était indispensable pour répondre aux difficultés des banques à trouver des financements de marché. Il témoigne également des capacités d'action des autorités monétaires. Le portefeuille de titres de dette publique de la BCE s'élevait fin mars 2012 à 214 milliards, soit 2,3 % du PIB de la zone euro. A titre de comparaison, aux Etats-Unis comme au Royaume-Uni, les banques centrales détiennent un portefeuille de titres publics supérieur à 10 % de leur PIB. Les marges de manœuvre de la BCE pour réduire la prime de risque sur le taux d'intérêt de la zone euro en acquérant des titres publics sur les marchés secondaires sont donc importantes. De telles mesures permettraient de garantir la soutenabilité de la dette à long terme à un moindre coût.

Taux d'intérêt longs publics



[1] Voir « Qui sème la restriction récolte la récession », [Notes de l'OFCE n° 16](#), mars 2012.

Vers une grande réforme fiscale ?

Sous la direction de [Guillaume Allègre](#) et [Mathieu Plane](#)

Plus que jamais la fiscalité est au centre de la campagne électorale et du débat public. La crise économique et financière, couplée à l'objectif de réduction rapide des déficits, bousculent nécessairement les discours électoraux et nous obligent à nous confronter à la complexité des mécanismes

fiscaux. Comment les impôts interagissent-ils entre eux ? Avec quels effets ? Selon quelles mesures ? Quel consentement et quelles contraintes pour la fiscalité ? Comment répartir la charge fiscale entre les acteurs économiques ? Comment financer notre protection sociale ? Doit-on défendre une « révolution fiscale » ou des réformes incrémentales ?.

« [Réforme fiscale](#) », le nouvel ouvrage de la série Débats et politiques de la Revue de l'OFCE, publié sous la direction de Guillaume Allègre et Mathieu Plane, entend éclairer et approfondir le débat sur la fiscalité.

La première partie de l'ouvrage traite des contraintes et des principes de la fiscalité. Dans un article introductif, [Jacques Le Cacheux](#) définit du point de vue de la théorie économique, les grands principes qui devraient inspirer une nécessaire réforme fiscale. [Nicolas Delalande](#), dans une analyse historique, souligne le rôle des ressources politiques, des contraintes institutionnelles et des compromis sociaux dans l'élaboration des politiques fiscales. Dans un cadrage budgétaire, [Mathieu Plane](#) revient sur les évolutions passées de la fiscalité et analyse la contrainte qui pèse aujourd'hui sur les finances publiques. [Eloi Laurent et Jacques Le Cacheux](#) proposent la mise en place d'une taxe sur le carbone ajouté qui permettrait d'apporter une réponse fiscale face aux émissions de carbone importées.

Dans une deuxième partie, la question du partage de la charge fiscale entre ménages est posée. [Camille Landais, Thomas Piketty et Emmanuel Saez](#) répondent à l'article critique d'[Henri Sterdyniak](#) concernant la « révolution fiscale » qu'ils préconisent. [Clément Schaff et Mahdi Ben Jelloul](#) proposent une réforme globale de la politique familiale. [Guillaume Allègre](#) tente d'éclairer le débat sur le quotient familial. Enfin, [Guillaume Allègre, Mathieu Plane et Xavier Timbeau](#) proposent de réformer la fiscalité pesant sur le patrimoine.

La troisième partie concerne la question du financement de la

protection sociale. Dans une vaste revue de littérature, [Mireille Elbaum](#) revient sur l'évolution du financement de la protection sociale depuis le début des années 1980 et examine les alternatives en débat et leurs limites. [Eric Heyer, Mathieu Plane et Xavier Timbeau](#) analysent plus spécifiquement l'impact de la mise en place de la « quasi-TVA sociale » votée par le Parlement. [Frédéric Gannon et Vincent Touzé](#) présentent une estimation du taux de prélèvement marginal implicite du système de retraite français.

Equilibrer le solde public doit-il être l'objectif central de la politique économique ?

par [Henri Sterdyniak](#)

La crise financière de 2007-2012 a provoqué une forte hausse des déficits et dettes publics puisque les États ont dû intervenir pour sauver les systèmes financiers, pour soutenir l'activité et surtout ont enregistré une forte baisse de leurs recettes fiscales en raison de la chute du PIB. Début 2012, alors qu'ils sont loin d'être rétablis des effets de la crise (qui leur a coûté en moyenne 8 points d'activité par rapport à la tendance d'avant-crise), ils sont confrontés à un choix délicat : faut-il continuer à soutenir l'activité ou tout faire pour réduire les dettes et les déficits publics ?

[Une note détaillée développe neuf points d'analyse :](#)

– La croissance des dettes et des déficits n'est pas une spécificité française ; elle a eu lieu dans tous les pays développés.

– Les administrations publiques françaises sont certes endettées mais elles possèdent aussi des actifs physiques. Globalement, la richesse nette des administrations représentait 26,7 % du PIB fin 2010, soit 8 000 euros par Français. Par ailleurs, il faut considérer l'ensemble de la richesse nationale (actifs physiques moins endettement à l'étranger) : le nouveau-né français est riche en moyenne, à sa naissance, de 202 000 euros (la richesse nationale divisée par le nombre d'habitants).

– En 2010, la charge nette de la dette était de 2,3 % du PIB ; soit un taux d'intérêt moyen sur la dette de 3,0 %, nettement en dessous du taux de croissance nominal potentiel. A ce niveau, le vrai coût de la dette, c'est-à-dire l'excédent primaire nécessaire pour stabiliser la dette, est nul, voire légèrement négatif.

– La vraie « règle d'or » des finances publiques stipule qu'il est légitime de financer les investissements publics par l'endettement public. Le déficit structurel doit donc être égal à l'investissement public net. Cette règle autorise pour la France un déficit de l'ordre de 2,4 % du PIB. Il n'y a aucune raison de fixer une norme d'équilibre des finances publiques. L'État n'est pas un ménage. Immortel, il peut avoir une dette en permanence ; il n'a pas à la rembourser mais seulement à garantir qu'il pourra toujours en servir la charge.

– Le déficit public est nocif pour les générations futures quand il s'agit d'un déficit déséquilibrant provoqué par des hausses excessives de dépenses publiques ou des baisses excessives des impôts ; il provoque alors une hausse de l'inflation et des taux d'intérêt et nuit à l'investissement et à la croissance. Ce n'est pas le cas du déficit actuel ;

celui-ci est un déficit de régulation, nécessaire pour soutenir l'activité, en situation de bas taux d'intérêt, en raison d'un fort taux d'épargne des ménages et d'un refus des entreprises d'investir davantage.

– Pour certains, les 8 points de PIB perdus pendant la crise sont perdus à tout jamais ; il faut se résigner à un chômage durablement élevé, celui-ci étant structurel. Comme l'objectif doit être d'équilibrer le solde public structurel, la France doit encore faire un effort important de l'ordre de 4 points de PIB de son déficit public. Pour nous, le déficit soutenable est de l'ordre de 2,4 points de PIB. Le déficit structurel de 2011 est déjà en dessous de ce chiffre. C'est la croissance qui doit permettre de résorber le déficit conjoncturel. Il n'est pas nécessaire de faire d'effort budgétaire supplémentaire.

– Le 9 décembre 2011, les pays de la zone euro se sont accordés sur un nouveau Pacte budgétaire : le Traité sur la Stabilité, la Coordination et la Gouvernance de l'UEM. Ce pacte contraindrait fortement les politiques budgétaires à l'avenir. Le déficit structurel de chaque pays membre devra être inférieur à 0,5% du PIB. Un mécanisme de correction automatique devra se déclencher si le déficit est excessif. Cette contrainte et ce mécanisme devront obligatoirement être intégrés de façon contraignante et permanente dans les procédures budgétaires de chaque pays. Les pays dont la dette dépasse 60 % du PIB devront faire diminuer leur ratio de dette d'au moins un vingtième par an de l'écart avec 60 %.

Ce projet est dangereux sur le plan économique. Il impose des objectifs de moyen terme (un solde budgétaire équilibré, une dette revenant en dessous de 60 % du PIB) qui sont arbitraires et ne sont pas compatibles *a priori* avec les nécessités de l'équilibre économique. De même, il impose une politique budgétaire incompatible avec les nécessités de la régulation conjoncturelle. Il interdit toute politique budgétaire discrétionnaire. Il prive les gouvernements de tout instrument

de politique budgétaire.

– Si la croissance des dettes et des déficits publics dans les pays développés a été la réponse au creusement des déséquilibres mondiaux, on ne peut réduire les dettes et les déficits sans s'attaquer aux causes de ces déséquilibres. Sinon, la mise en œuvre simultanée de politiques budgétaires restrictives dans l'ensemble des pays de l'OCDE se traduira par une stagnation de la production, une baisse des recettes fiscales, une dégradation des ratios d'endettement sans parvenir à rassurer les marchés financiers.

– Une économie mondiale plus équilibrée nécessiterait des pays excédentaires qu'ils basent leur croissance sur leur demande intérieure et que leurs capitaux prennent le risque de l'investissement direct. Dans les pays anglo-saxons, de plus fortes progressions des revenus salariaux et sociaux comme la réduction des inégalités de revenus rendraient moins nécessaire le gonflement des bulles financières, des dettes des ménages et des dettes publiques. La zone euro a besoin de retrouver les 8 points de PIB perdus du fait de la crise. Au lieu de se polariser sur les soldes publics, les instances européennes devraient présenter une stratégie de sortie de crise, basée sur la reprise de la demande, tout particulièrement sur les investissements préparant la transition écologique. Cette stratégie doit comporter le maintien de bas taux d'intérêt et des déficits publics tant qu'ils seront nécessaires pour soutenir l'activité.

Banques européennes : vers une sortie de la zone de turbulences ?

par [Vincent Touzé](#)

La crise de 2008 a failli mettre en péril le système financier mondial. Grâce au soutien des gouvernements et des banques centrales, le secteur bancaire s'est rétabli et affiche de nouveau une apparente solidité financière. Contrecoup de la crise, les finances publiques des pays du Sud de la zone euro – Portugal, Italie, Espagne et Grèce – et de l'Irlande (PSZEI) sont, à leur tour, lourdement fragilisées. La Grèce a été contrainte à la cessation de paiement et un risque de défaut pèse toujours sur les autres. Depuis début 2011, les engagements bancaires dans ces économies sont devenus une source importante d'inquiétude pour les marchés financiers. Malgré de bons stress-tests, cette crainte s'est intensifiée en août 2011. Les banques européennes sont alors entrées dans une nouvelle phase de tourmente et la banque centrale européenne a été contrainte de leur prêter plus de 1000 milliards d'euros pendant 3 ans au taux de 1% afin d'éviter un *credit crunch* majeur.

Les banques européennes sont engagées, au titre de leurs investissements à l'étranger et *via* leurs succursales étrangères, auprès des PSZEI à travers des prêts accordés au secteur bancaire, au secteur public (dettes souveraines et crédits) ainsi qu'aux ménages et aux entreprises privées non bancaires. La France est l'un des pays les plus exposés aux PSZEI (secteurs public et privé confondus) avec un engagement total de son système bancaire d'environ 437 milliards d'euros (voir tableau), soit 21,9% de son PIB, au troisième trimestre 2011. Avec environ 322 milliards d'euros (12,5% du PIB), l'engagement de l'Allemagne est moindre. L'exposition du

Le système bancaire du Royaume-Uni est comparable et elle est évaluée à 230 milliards d'euros, soit 13,3% du PIB. En comparaison, les banques japonaises et américaines détiennent peu de créances : 59 milliards d'euros (1,4% du PIB) pour le Japon et 96 milliards d'euros (0,9% du PIB) pour les Etats-Unis. Avec la crise financière, les banques européennes se sont désengagées de ces économies (1). D'après les statistiques de la Banque des règlements internationaux (graphique 1), la réduction des expositions est la plus marquée en Grèce (-55% depuis le 1er trimestre 2007) et la plus faible au Portugal (-15%). Les désengagements des économies espagnole (-29%), italienne (-33%) et irlandaise (-39%) sont comparables et se situent à un niveau intermédiaire par rapport aux deux précédents.

En cas de faillite d'une banque, des fonds de garantie peuvent être mobilisés mais généralement leurs provisions sont insuffisantes pour soutenir une « grosse » banque en difficulté. Selon le principe « too big to fail », l'Etat doit intervenir pour éviter une faillite. Ses modalités d'action consistent à entrer dans le capital de la banque, à la nationaliser en la renflouant ou à faciliter son refinancement à long terme en achetant des obligations. Une faillite bancaire doit être évitée à tout prix car elle est souvent accompagnée d'effets de panique dont les dommages collatéraux sont difficiles à anticiper et à contenir. Souvent, le simple fait qu'un Etat annonce un soutien crédible à une banque ou au système bancaire suffit à éviter la panique. Si les Etats devaient venir à la rescousse des banques en cas de défaut grec, l'enjeu macroéconomique d'un défaut de 50% de l'ensemble des créances privées et publiques semble assez faible puisque cela nécessiterait, pour le cas de la France par exemple, une prise en charge d'environ 17 milliards d'euros, soit un montant bien inférieur à 1% du PIB (voir tableau). Par contre, un défaut de l'ensemble des PSZEI de 50% nécessiterait un soutien français de 220 milliards (11% du PIB français). *Ex ante*, le coût macroéconomique paraît élevé mais il n'est pas

insurmontable. Malencontreusement, un défaut non maîtrisé d'un ou plusieurs PSZEI entraînerait un mécanisme en chaîne incontrôlable dont le coût macroéconomique global pourrait être considérable.

Cette crise financière frappe également les compagnies d'assurance-vie et elle intervient dans une période de réforme de la réglementation prudentielle. Le secteur bancaire achève de satisfaire à Bâle II et va devoir adopter progressivement (jusqu'en 2019) Bâle III (2) tandis que le secteur de l'assurance est en pleine mutation vers Solvency II (3). Ces deux réformes de la réglementation conduisent à un besoin accru de fonds propres alors que la crise financière fragilise les bilans et accroît les tensions sur les ratios de solvabilité. Les fonds propres permettent de résister aux crises financières mais en même temps la réglementation peut contraindre à des recapitalisations dans des conditions de refinancement très tendues. C'est un effet pro-cyclique indésirable de la réglementation prudentielle.

Le risque d'un défaut de paiement de certains PSZEI a rendu les analystes financiers particulièrement vigilants sur la solvabilité et la rentabilité des banques européennes. Pourtant, le bilan des tests de résistance(4) (*stress tests*) sur les banques européennes publié mi-juillet 2011 a été jugé bon. Les hypothèses utilisées sont loin d'être optimistes. Dans la zone euro (resp. dans les autres pays), elles envisagent une baisse du taux de croissance de 2 points (resp. 2,4 points) en 2011 et 2 points (resp. 1,9 points) en 2012 par rapport à un scénario de référence. Dans la zone euro, cette entrée dans la récession (-0.5% en 2011 puis -0.2% en 2012) s'accompagne d'une hausse du taux de chômage (+0,3 point en 2011 et +1,2 point en 2012), d'une baisse du taux d'inflation (-0,5 point en 2011 puis -1,1 point en 2012), d'une forte baisse des prix de l'immobilier, d'une hausse des taux à long terme ainsi que des décotes sur les dettes souveraines (5) pouvant aller jusqu'à 30%. L'objectif de ce scénario « stressé

» est de tester la capacité de résistance des banques pour maintenir un ratio « Core Tier 1 » supérieur à 5% (6). Sous ces hypothèses extrêmes, seulement 8,9% des 90 banques testées obtiennent un ratio inférieur au seuil de 5%, ce qui nécessite *de facto* une recapitalisation pour respecter cette cible (7). Les quatre banques françaises ont réussi sans difficulté les *stress tests* puisqu'elles conservent un ratio élevé : 6,6% pour la Société Générale, 6,8% pour le groupe Banque populaire-Caisse d'épargne, 7,9% pour BNP Paribas et 8,5% pour le Crédit Agricole. Les pays où des échecs sont observés sont : l'Autriche (1 banque), l'Espagne (5 échecs) et la Grèce (2 échecs). Au regard des *stress tests*, le système bancaire européen peut donc être jugé comme apte à résister à une crise économique d'envergure.

A la suite du deuxième plan d'aide à la Grèce du 21 juillet 2011, aux tensions persistantes sur les autres dettes souveraines, une inquiétude s'est emparée des marchés boursiers et les valeurs bancaires européennes ont fortement chuté d'août à décembre 2011 (graphique 2). Ces évolutions boursières observées ont été en complète contradiction avec les bons résultats des *stress tests*. Il y a trois interprétations possibles pour expliquer la réaction des marchés financiers :

- La crise réelle serait plus forte que les hypothèses des *stress tests* ;
- Les méthodes de *stress tests* seraient insuffisantes pour estimer les conséquences d'une crise ;
- Les marchés s'emballeraient aux moindres rumeurs et seraient déconnectés des fondamentaux.

Pour l'instant au regard des prévisions les plus pessimistes, il ne semble pas que les hypothèses de *stress test* soient particulièrement favorables. Cependant, les ceux-ci ont des faiblesses pour évaluer les crises financières systémiques dans la mesure où chaque banque n'intègre pas dans son évaluation les dégradations induites par l'application de ce scénario aux autres banques et les conséquences sur le marché

du crédit. Il n'y a pas de bouclage des interconnexions financières. De plus, la crise économique peut augmenter fortement les taux de défaut des entreprises privées. Ce point pourrait avoir été sous-estimé par les tests de résistance. Il faut également noter que les tests sont réalisés à un niveau interne, ce qui peut aussi conduire à des appréciations différentes des conséquences de certains scénarios. Par ailleurs, les *stress tests* évaluent la solidité financière des banques, mais *de facto*, une banque, bien que solvable, peut voir son cours chuter en période de crise pour la simple raison que sa rentabilité anticipée baisse. Enfin et surtout, l'emballement des marchés financiers est attribuable au manque de consensus dans les décisions dans l'Union européenne pour trouver une solution définitive à la crise des dettes souveraines mais également au fait que les statuts de la Banque centrale européenne lui interdisent de participer aux émissions de dette publique. Ces incertitudes renforcent la volatilité du cours boursier des banques particulièrement exposées aux PSZEI, comme en témoigne la forte corrélation entre les CDS sur les banques privées et sur les dettes souveraines dans la zone euro (8).

Avec l'amorce d'une solution sur la dette grecque, une remontée des cours des banques européennes s'observe à partir janvier 2012. On peut espérer que l'accord sur la dette souveraine grecque du 21 février 2012 calmera la tempête qui frappe les marchés obligataires. L'opération vise à ce que les investisseurs privés acceptent de renoncer à 107 des 206 milliards d'euros de dette publique qu'ils détiennent et que les Etats de la zone euro consentent un nouveau prêt de 130 milliards. L'accord conclu est une opération d'échange de dette. Les anciennes obligations sont échangées contre des nouvelles avec une décote de 53,5% de la valeur faciale (9) et un nouveau taux d'intérêt contractuel. Cette décote n'est pas une surprise pour les banques qui ont déjà provisionné les pertes. L'opération est un franc succès (10) puisque 83% des titres ont été volontairement proposés à l'échange le 9 mars

(11). La participation est portée à plus de 95% en procédant à un échange obligatoire auprès des créanciers n'ayant pas répondu positivement à l'opération (clauses d'action collective engagées pour les créances de droit grec). A l'issue de cet échange, les Etats européens, le FMI, la BCE détiendront « plus des trois-quarts de la dette grecque »(12), ce qui signifie qu'une nouvelle crise de la dette souveraine grecque impactera peu les investisseurs privés. Une nouvelle source d'incertitude provient des CDS qui ont été souscrits à des fins de couverture ou de spéculation (achat à nu). Dans un premier temps, l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) (13) avait annoncé, le 1er mars, que cet échange n'était pas « un événement de crédit ». Le 9 mars, elle a révisé son jugement (14). Désormais, l'ISDA considère que les clauses d'action collective forcent les détenteurs à accepter l'échange, ce qui constitue un événement de crédit. Le défaut de paiement de la Grèce est reconnu sur un plan juridique et les CDS sont donc activés. D'après l'ISDA, l'exposition nette des CDS sur la Grèce s'élèverait à seulement 3,2 milliards de dollars. Pour estimer le coût global des CDS pour le secteur financier, il faut soustraire à ce montant la valeur résiduelle des obligations. Compte-tenu de l'incapacité de la Grèce à renouer avec la croissance, la soutenabilité de sa dette restante n'est pas assurée et les risques de contagion persistent. En tout état de cause, les dettes publiques des pays du Sud de la zone euro et de l'Irlande sont dorénavant considérées comme des actifs à risque, ce qui constitue un facteur de fragilisation du secteur bancaire européen. A ce titre, la récente remontée des taux sur les dettes publiques italienne et espagnole a provoqué, depuis fin mars, une baisse des valeurs boursières des banques européennes (graphique 2).

Cette crise financière fragilise le secteur bancaire de la zone euro qui peut être enclin à réduire ses expositions aux risques : un *crédit crunch* majeur est donc à craindre. La dernière enquête réalisée par la BCE, du 9 décembre 2011 au 9

janvier 2012, auprès des banques (15) sur les conditions d'attribution de crédit n'est pas très rassurante. Un durcissement des conditions est envisagé par 35% (contre 16% le trimestre précédent) des banques pour les crédits aux entreprises et par 29% (contre 18% le trimestre précédent) des banques pour les crédits immobiliers aux ménages. Face à une telle perspective, la BCE a procédé, le 21 décembre 2011, à une opération de refinancement à long terme (*long term refinancing operation*). Cette opération a remporté un large succès puisque 489 milliards d'euros de crédits ont été accordés au secteur bancaire. L'argent est prêté à 1% pour une durée de 3 ans. Même si les effets de cette mesure sont encore difficiles à apprécier, le président de la BCE, Mario Draghi a annoncé, en février, que cet apport de liquidité avait, de toute évidence, évité un *credit crunch* majeur. Le 29 février 2012, la BCE a lancé un deuxième plan de refinancement à long terme (16). La souscription a été très importante puisque 530 milliards d'euros ont été prêtés. Il est donc permis de penser que le *credit crunch* sera évité.

En conclusion, la sortie du secteur bancaire de la zone de turbulence repose sur quatre éléments clés :

i) Seul un retour durable de la croissance dans l'ensemble de la zone euro est en mesure de consolider les finances publiques et réduire le nombre de faillites d'entreprises (17), ce qui diminuera *de facto* l'exposition des banques au risque de défaut, à charge pour les gouvernements européens et la BCE d'identifier et de mettre en place le « bon » *policy-mix* ainsi que les mesures structurelles adéquates.

ii) L'Etat grec est en cessation de paiement, il ne faut pas que cette faillite des finances publiques s'étendent aux autres économies, car la crise bancaire est aussi un test de la solidité de la solidarité financière dans la zone euro, et il reste notamment à savoir si les Allemands seront plus enclins à soutenir l'Espagne ou l'Italie en cas de risque de défaut qu'ils ne l'ont été avec la Grèce.

iii) La crise bancaire met vraisemblablement en avant des

effets pro-cycliques de la réglementation prudentielle qui mériteraient d'être corrigés.

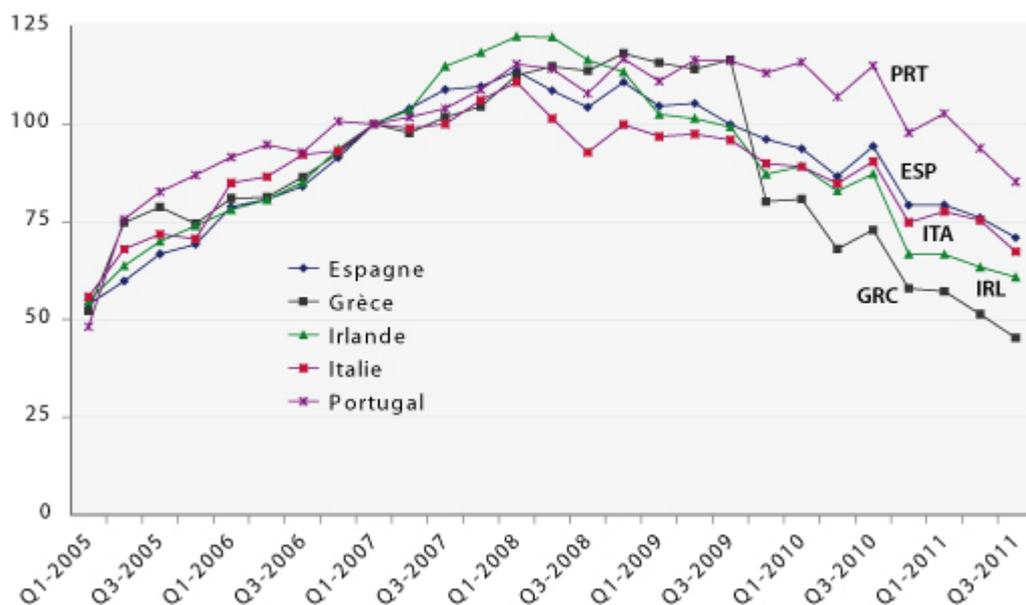
iv) Les marges de manœuvre des gouvernements comme soutien de premier secours sont devenues très limitées en raison de leur endettement massif. En cas de nouveau choc majeur, la BCE pourrait n'avoir d'autre choix que d'être le prêteur en dernier ressort.

Exposition du secteur bancaire national aux PSZEI
3^e trimestre 2011 (en milliards d'euros)

Pays créditeurs	DEU	FRA	GBR	JPN	USA
Espagne					
Banques	44,3	25,0	13,4	2,9	13,0
Secteur public	18,6	19,1	4,3	7,0	3,7
Secteur privé non bancaire	50,7	57,9	48,0	7,5	17,0
Total	113,6	102,0	65,7	17,4	33,7
Grèce					
Banques	0,7	0,4	0,7	0,2	0,9
Secteur public	8,0	5,1	1,5	0,1	1,0
Secteur privé non bancaire	4,5	28,3	6,0	0,5	2,3
Total	13,2	33,8	8,2	0,8	4,2
Irlande					
Banques	14,1	6,9	12,7	1,1	6,4
Secteur public	2,0	1,8	3,3	0,5	1,3
Secteur privé non bancaire	55,6	11,7	80,8	12,2	23,2
Total	71,7	20,5	96,8	13,9	30,8
Italie					
Banques	28,4	26,3	5,5	1,9	6,8
Secteur public	31,4	58,1	6,0	17,5	7,2
Secteur privé non bancaire	42,4	178,6	31,7	6,3	9,3
Total	102,1	262,9	43,3	25,7	23,3
Portugal					
Banques	6,2	4,4	2,3	0,1	1,1
Secteur public	5,6	3,8	1,2	0,3	0,6
Secteur privé non bancaire	9,4	10,0	13,0	0,6	1,8
Total	21,2	18,2	16,5	1,0	3,5
TOTAL PSZEI					
Banques	93,6	63,0	34,6	6,3	28,2
Secteur public	65,6	87,9	16,3	25,4	13,9
Secteur privé non bancaire	162,6	286,5	179,6	27,1	53,6
Total	321,8	437,4	230,4	58,8	95,6
En % du PIB	12,5	21,9	13,3	1,4	0,9

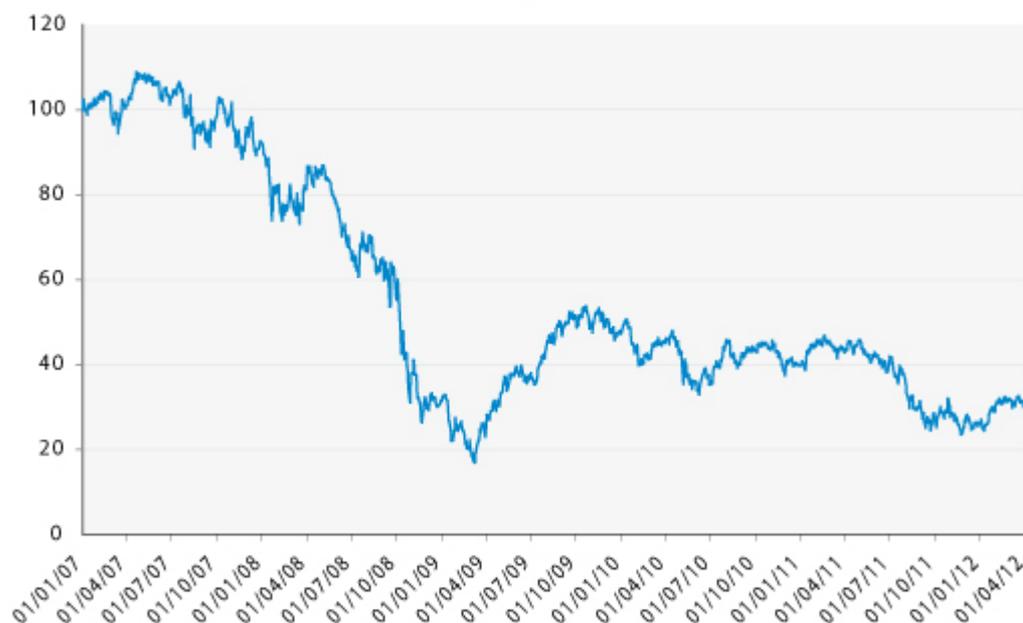
Sources : Banque des règlements internationaux – Consolidated banking statistics / ultimate risk basis – et calculs de l'auteur.

Graphique 1. Créances étrangères des banques européennes
(Base 100 = 1^{er} trimestre 2007)



Source : Banque des règlements internationaux – Consolidated banking statistics *ultimate risk basis* – et calculs de l'auteur.

Graphique 2. Indice boursier des banques européennes
(base 100 = 1^{er} janvier 2007)



Sources : Datastream (FTSE World Europe Banks).

[1] Il est à noter que la dépréciation financière (moins-value) de la valeur au bilan des actifs détenus dans les PSZEI implique une réduction automatique de l'exposition dans ces économies.

[2] http://www.bis.org/speeches/sp100921_fr.pdf

[3]

http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/solvency/background_fr.htm.

[4] *European Banking Authority*, 2011, http://stress-test.eba.europa.eu/pdf/EBA_ST_2011_Summary_Report_v6.pdf.

[5] European Banking Authority (2011), *Methodological Note – Additional guidance*, June 2011.

[6] Le niveau minimal prudentiel exigé par Bâle II concernant le ratio « Core Tier 1 » est de seulement 2% et il augmente à 4,5% avec Bâle III (application en 2013). Ce ratio mesure la proportion des actifs pondérés du risque couverts par les fonds propres.

[7] Pour une banque dont le ratio tombe à x%, les besoins en recapitalisation correspondent à $(5\% - x)/x$ % des fonds propres après choc. Ainsi si $x=4\%$, le besoin de recapitalisation correspond à 25% des fonds propres.

[8] « La corrélation entre taux d'intérêt sur les dettes publiques et sur les dettes privées va rendre difficile la résolution des crises des dettes souveraines dans la zone euro », *Flash marchés*, Natixis, 14 mars 2011 – N° 195, <http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=57160>.

[9] Par exemple, chaque ancienne obligation de valeur faciale 100 euros est échangée contre une nouvelle de 46,5 euros. Le FESF se porte garant sur 15 euros et l'Etat grec sur 31,5 euros.

[10]

<http://www.minfin.gr/portal/en/resource/contentObject/id/baba4f3e-da88-491c-9c61-ce1fd030edf6>.

[11] En raison de détenteurs de dettes publiques non soumises

au droit grec qui refusent de participer à l'opération, l'échéance du 9 mars (voir <http://fr.reuters.com/article/frEuroRpt/idFRL6E8F540020120405>) a été repoussée au 4 avril puis au 20 avril. L'Etat grec considère que ces refus d'échange ne sont pas en mesure de faire échouer l'opération car avec les clauses d'action collective, la participation volontaire ou contrainte passe à 95,7%. Face à ces investisseurs, l'Etat grec a le choix entre attendre encore un peu, respecter ses engagements contractuels (maintien du remboursement du nominal et des échéances d'intérêt initialement prévus), faire une nouvelle offre d'échange (mais il faut qu'elle soit équitable vis-à-vis de ceux qui ont déjà accepté la précédente) ou faire défaut avec d'éventuels risques de poursuite devant la justice internationale.

[12] Olivier Garnier, « Comprendre l'échange de dette publique grecque », *Le Webzine de l'actionnaire – Analyses*, Société Générale, 13 mars 2012, <http://www.societegenerale.com/actiorama/comprendre-l%E2%80%99echange-de-dette-publique-grecque>.

[13] http://www.isda.org/dc/docs/EMEA_Determinations_Committee_Decision_0103201202.pdf.

[14] <http://www2.isda.org/greek-sovereign-cds/>

[15] The Euro Area Bank Lending Survey, 1^{er} février 2012, http://www.ecb.int/stats/pdf/blssurvey_201201.pdf.

[16] http://www.ecb.int/press/pr/date/2011/html/pr111208_1.en.html.

[17] « Les entreprises après la crise », Colloque Banque de France, 28 juin 2011, http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Bulletin-de%20la-Banque-de-France/Bulletin-de-la-Banque-de-France-etude-185-2.pdf

Le nouveau traité européen, l'euro et la souveraineté

par [Christophe Blot](#)

Le 2 mars 2012, 25 pays de l'Union économique et monétaire (UEM) ont adopté un nouveau traité prévoyant de renforcer la discipline budgétaire. A peine fut-il adopté^[1], ce traité a fait l'objet de contestation, François Hollande ayant annoncé qu'il souhaitait le renégocier s'il était élu afin de mettre en avant la nécessité de se préoccuper de la croissance. Il ne fait aucun doute qu'un tel retour sur un traité âprement négocié serait mal perçu par un certain nombre de nos partenaires européens. Pour autant, la question du bien-fondé d'un renforcement de la discipline budgétaire en période de crise mérite d'être posée.

Que faut-il penser de ce nouveau traité ? Jérôme Creel, Paul Hubert et Francesco Saraceno ont montré [les potentiels effets récessifs des règles introduites par le nouveau dispositif](#). A ces effets macroéconomiques, il faut ajouter que le Traité ne répond toujours pas à une question essentielle et qui devrait être au cœur du projet européen : la souveraineté.

En 1998, soit un an avant le lancement de l'euro, Charles Goodhart^[2] publiait un article dans lequel il évoquait la spécificité de l'Union économique et monétaire (UEM) au regard de la théorie et de l'histoire monétaire. En effet, Goodhart rappelle que la monnaie est quasi-systématiquement indissociable de l'expression d'une souveraineté politique et budgétaire. Or, dans le cadre de l'UEM, ce lien est brisé

puisque l'euro et la politique monétaire sont contrôlés par une institution supranationale sans pour autant qu'émerge l'expression d'une souveraineté européenne, les décisions de politique budgétaire restant notamment décentralisées et encadrées par la Pacte de stabilité et de croissance. Goodhart conclut alors que la création de l'euro laisse présager des tensions auxquelles nous devrions être attentifs.

La crise actuelle de la zone euro montre que cette mise en garde était fondée. Elle permet surtout d'apporter un autre éclairage, politique celui-là, à la crise. La question de la soutenabilité de la dette et du respect des règles masque en effet le problème fondamental – le pêché originel – de l'euro : la monnaie unique est condamnée si elle ne procède pas d'une souveraineté politique et budgétaire. S'il existe des exceptions, elles sont le fait de micro-Etats qui ont abandonné leur souveraineté monétaire à des voisins bien plus puissants économiquement et politiquement. La zone euro n'est pas le Vatican.

La renégociation du Traité ou l'ouverture de nouvelles négociations en vue de la ratification d'une Constitution européenne est donc non seulement urgente mais indispensable à la pérennité du projet européen. Au-delà des objectifs incontournables de la croissance, de l'emploi, de la stabilité financière ou du développement durable, dont il faut constamment rappeler qu'ils sont au cœur de la construction européenne, en témoigne leur inscription à l'article 3 du [traité sur l'Union européenne](#), toute nouvelle négociation devrait désormais aborder la question de la souveraineté politique et budgétaire européenne et donc, en corollaire, celle du transfert des souverainetés nationales.

Il faut préciser qu'une telle réflexion sur la mise en œuvre d'une souveraineté européenne n'est pas incompatible avec l'existence de règles. Aux Etats-Unis, la majorité des Etats ont adopté des règles d'équilibre budgétaire depuis la moitié

du XIX^e siècle et après qu'un certain nombre d'entre eux avait fait défaut (voir C. R. Henning et M. Kessler[3]). Cependant, ces règles ont été adoptées à l'initiative des Etats et ne sont pas inscrites dans la Constitution américaine. Des propositions pour inscrire une règle d'équilibre budgétaire à l'échelon fédéral dans la Constitution sont cependant d'actualité. Elles n'ont pour l'instant pas abouti et sont contestées en raison du risque d'affaiblissement du pouvoir stabilisateur du budget fédéral. Aux Etats-Unis, les ressources de l'Etat fédéral représentaient 19 % du PIB avant la crise contre un budget européen qui ne dépasse pas 1 % du PIB, qui doit toujours rester à l'équilibre et ne peut donc être utilisé à des fins de régulation macroéconomique. La stabilisation des chocs aux Etats-Unis se fait ainsi par le biais du budget fédéral non contraint, ce qui compense la faible réactivité des politiques budgétaires locales contraintes par les règles d'équilibre. Si la zone euro doit trouver sa propre voie, il reste que l'euro ne doit plus être un instrument aux mains de la seule Banque centrale européenne : elle doit devenir le symbole de la souveraineté politique et budgétaire de tous les citoyens de la zone euro.

[1] Sa mise en œuvre ne sera néanmoins effective qu'après un processus de ratification dans les 25 pays. Ce processus pourrait être long et incertain puisque l'Irlande a annoncé l'organisation d'un référendum.

[2] Voir « The two concepts of money: implications for the analysis of optimal currency areas », *Journal of European Political Economy* vol.14 (1998) pages 407-432.

[3] « Fiscal federalism : US history for architects of Europe's fiscal union », (2012) Peterson Institute for International Economics.