

Europe's banks: leaving the zone of turbulence?

By [Vincent Touzé](#)

The 2008 crisis almost endangered the entire global financial system. Thanks to support from governments and central banks, the banking sector has recovered and once again appears to be solid financially. In the aftermath of the crisis, the public finances of the Southern euro zone countries – Portugal, Italy, Spain and Greece – and Ireland (the “PIIGS”) have, in turn, been severely weakened. Greece was forced to suspend payments, and the risk of default is still hanging over the others. Since early 2011, bank liabilities in these economies have become a significant concern of the financial markets. Despite good stress tests, this fear intensified in August 2011. European banks then entered a new period of turmoil, and the European Central Bank was forced to lend them more than 1,000 billion euros for 3 years at a rate of 1% in order to avoid a major credit crunch.

As part of their investments abroad and through their foreign branches, Europe's banks hold liabilities from the PIIGS countries through lending to the banking sector, to the public sector (sovereign debts and credits) and to households and private non-bank enterprises. France is one of the countries that is most heavily exposed to the PIIGS (public and private sectors combined), with a total commitment by the banking system in the third quarter of 2011 of about 437 billion euros (see table), or 21.9% of GDP. Germany's exposure, at about 322 billion euros (12.5% of GDP), is smaller. The exposure of the UK banking system is comparable and is valued at 230 billion euros, or 13.3% of GDP. In comparison, the Japanese and US banks hold little debt: 59 billion euros (1.4% of GDP) for Japan and 96 billion (0.9% of GDP) for the United States. In the course of the financial crisis, Europe's banks have pulled

back from these countries (1). According to the statistics of the Bank for International Settlements (Figure 1), the reduction in exposure was most pronounced in Greece (-55% since Q1 2007) and lowest in Portugal (-15%). Divestments of the debt of Spain (-29%), Italy (-33%) and Ireland (39%) have been comparable and are at an intermediate level compared to the previous two.

Guarantee funds can be drawn on if a bank goes bankrupt, but generally their provisions are insufficient to support a "big" bank in difficulty. According to the principle of "too big to fail", the state must intervene to avoid bankruptcy. Possible avenues of action include acquiring some of the bank's capital, nationalizing it by refloating it, or facilitating its long-term refinancing through the purchase of bonds. A bank failure has to be avoided at all costs, because it is frequently accompanied by panic, with collateral damage that is difficult to predict or contain. The mere fact that a State announces credible support for a bank or a banking system is often sufficient to avert a panic. If the States were to come to the rescue of the banks in the case of the Greek default, the macroeconomic implications of a 50% default on all private and public debts seem relatively minor, since it would require, for example in the case of France, a cost of around 17 billion euros, an amount that is much less than 1% of GDP (see table). By contrast, a 50% default of all the PIIGS would require 220 billion euros in support from France (11% of French GDP). The macroeconomic cost beforehand might seem high, but it is not insurmountable. Unfortunately, the spontaneous failure of one or more PIIGS would lead to an uncontrollable chain reaction whose overall macroeconomic costs could be considerable.

This financial crisis is also hitting the life insurance companies, right in the midst of a period of reform in prudential regulations. The banking sector has just managed to come up to Basel II standards and will steadily have (until

2019) to adopt Basel III (2), while the insurance industry is changing rapidly towards Solvency II (3). These two regulatory reforms are leading to an increasing need for capital just as the financial crisis is undermining balance sheets and putting greater pressure on capital ratios. While equity capital can be used to withstand a financial crisis, at the same time regulations can compel recapitalizations in very difficult refinancing conditions. This is an undesirable pro-cyclical result of the prudential regulations.

The risk of a default on payments by some PIIGS has made financial analysts pay particularly close attention to the solvency and profitability of European banks. However, the results of the stress tests (4) on the European banks published in mid-July 2011 were considered good. The hypotheses used are far from being optimistic. In the euro zone (and respectively in the other countries), they point to a fall in the growth rate of 2 points (2.4 points respectively) in 2011 and 2 points (1.9 points respectively) in 2012 compared to a reference scenario. In the euro zone, this entry into recession (-0.5% in 2011 and -0.2% in 2012) would be accompanied by higher unemployment (0.3 point in 2011 and 1.2 points in 2012), a lower inflation rate (-0.5 point in 2011 and -1.1 points in 2012), a sharp drop in property prices, a rise in long-term rates as well as discounts on sovereign debt (5) of up to 30%. The objective of this "stressed" scenario is to test the capacity of the banks to be able to maintain a "core Tier 1" ratio greater than 5% (6). Under these extreme assumptions, only 8.9% of the 90 banks tested achieved a ratio that was below the 5% ceiling that would trigger a de facto recapitalization to meet the target (7). The four French banks succeeded on the stress tests without difficulty, as they maintain high ratios: 6.6% for Societe Generale, 6.8% for the Banque populaire-Caisse d'épargne, 7.9% for BNP Paribas and 8.5% for Crédit Agricole. The countries where failures were observed include Austria (1 bank), Spain (5 failures) and Greece (2 failures). In view of

the stress tests, the European banking system could therefore be considered as capable of withstanding a major economic crisis.

After the second aid package to Greece on 21 July 2011, and with ongoing pressure on the other sovereign debts, worry seized the stock markets, and European bank stocks fell sharply from August to December 2011 (Figure 2). These stock market changes were in complete contradiction with the positive results of the stress tests. There are three possible ways to interpret the reaction of the financial markets:

- An actual crisis would be much sharper than the hypotheses of the stress tests;
- The stress test methods are not adequate for estimating the consequences of a crisis;
- The markets get swept up in the slightest rumors and are disconnected from basics.

For now, with respect to the most pessimistic forecasts, it does not seem that the stress test hypotheses are particularly favorable. However, they have weaknesses for assessing systemic financial crisis, in that each bank does not include in its assessment the damage brought about by the application of the scenario to other banks or the consequences for the credit market. There is no feedback from the financial interconnections. Moreover, the economic crisis can greatly increase the default rates of private companies. This point may have been underestimated by the stress tests. Note also that the tests are performed at an internal level, which can also lead to different assessments of the consequences of certain scenarios. In addition, the stress tests evaluate the financial soundness of the banks, but de facto, a bank, although solvent, can see its stock price fall in times of crisis for the simple reason that its expected profitability decreases. Most importantly, the runaway financial markets are due to the lack of a consensus on the decisions taken within the European Union on finding a definitive solution to the debt crisis but also to the fact that the statutes of the

European Central Bank prohibit it from participating in public debt issues. These uncertainties reinforce the volatility of the stock price of banks that are particularly exposed to PIIGS, as evidenced by the strong correlation between CDS on private banks and on sovereign debt in the euro zone (8).

With the beginning of a solution on Greek debt, the stock market listings of European banks have been rising since January 2012. Hopefully the agreement of 21 February 2012 on Greek sovereign debt will calm the storm that hit the bond markets. The operation provides that private investors agree to give up 107 billion euros of the 206 billion of debt they hold and that the euro zone States agree a new loan of 130 billion. The agreement is a swap of debt. The old bonds are exchanged against new ones at a discount of 53.5% of the face value (9) and at a new contractual interest rate. The write-down was not a surprise for the banks, which have already set aside provisions for the losses. The operation was a clear success (10), as 83% of the holdings were voluntarily offered for exchange on 9 March (11). The level of participation was increased to more than 95% by carrying through a compulsory exchange with creditors who had not responded positively to the operation (collective action clauses for debt held under Greek law). After this exchange, the European states, the IMF, and the ECB will hold "more than three-quarters of Greek debt" (12), which means that any new crisis of Greek sovereign debt would have little impact on private investors. A new source of uncertainty comes from the CDS that were taken out for the purpose of hedging or speculation ("naked CDS"). Initially, the International Swaps and Derivatives Association (ISDA) (13) announced on 1 March that this exchange was not a "credit event". On 9 March, it revised its judgment (14). The ISDA now believes that the collective action clauses are forcing owners to accept the exchange, which constitutes a credit event. The Greek default on payments is a legally recognized event, and the CDS are thus activated. According to the ISDA, the net exposure of CDS to Greece would amount to only 3.2 billion

dollars. To estimate the overall cost of the CDS for the financial sector, the residual value of the bonds would have to be subtracted from that amount. Given the inability of Greece to resume growth, the sustainability of its remaining debt is not guaranteed, and the risk of contagion persists. In any event, the public debt of the Southern euro zone countries and Ireland are now considered risky assets, which is a factor that is weakening the European banking sector. In this respect, since late March the recent rise in interest rates on Italian and Spanish public debt has provoked a decline in the stock prices of European banks (Figure 2).

The ongoing financial crisis is weakening the banking sector in the euro zone, which could lead it to reduce its exposure to risk: a major credit crunch is thus to be feared. The latest ECB survey covering 9 December 2011 to 9 January 2012 (15) with regard to the lending conditions set by banks is not very reassuring. Tighter conditions are expected by 35% (against 16% last quarter) of banks on business loans and by 29% (against 18% last quarter) of banks on consumer loans. In light of this prospect, on 21 December 2011 the ECB conducted a long-term refinancing operation. This was a huge success, with 489 billion euros in credits granted to the banking sector. The funds were loaned at 1% for a period of 3 years. Although it is still difficult to assess the impact of this measure, ECB president Mario Draghi said in February that this injection of liquidity had clearly avoided a major credit crunch. On 29 February 2012, the ECB launched a second long-term refinancing plan (16). The subscription was very substantial, with 530 billion euros disbursed. It is therefore reasonable to think that a credit crunch will be avoided.

In conclusion, the banking sector's escape from the zone of turbulence depends on four key factors:

- 1) Only a long-term return to growth across the euro zone as a whole will make it possible to consolidate the public purse and reduce the number of business failures (17), thereby de

facto reducing banks' exposure to the risk of default, with responsibility incumbent on the European governments and the ECB to identify and implement the "right" policy mix and the appropriate structural measures.

2) The Greek State is insolvent; this failure in public finances must not be allowed to spread to other economies, since the banking crisis is also a test of the strength of financial solidarity in the euro zone, and it remains to be seen whether the Germans are more inclined to support Spain or Italy in case of a risk of default than they were with Greece.

3) The banking crisis has brought to the fore the procyclical effects of the prudential regulations, which need to be corrected.

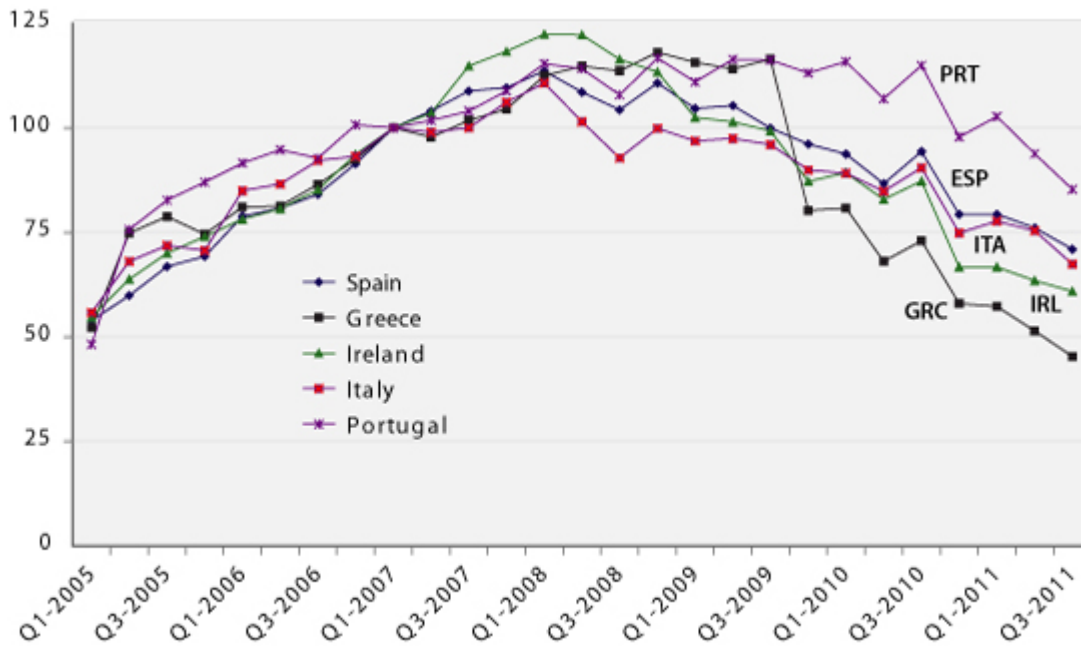
4) The maneuvering room of governments as first responders in a crisis has become very limited due to their massive debt. If there is a new major shock, the ECB could have no other choice but to be the lender of last resort.

Exposure of the national bank sector to the PIIGS 3rd quarter 2011 (billion euros)

Creditor country	DEU	FRA	GBR	JPN	USA
SPAIN					
Bank	44,3	25,0	13,4	2,9	13,0
Public sector	18,6	19,1	4,3	7,0	3,7
Private non-bank sector	50,7	57,9	48,0	7,5	17,0
Total	113,6	102,0	65,7	17,4	33,7
GREECE					
Banks	0,7	0,4	0,7	0,2	0,9
Public sector	8,0	5,1	1,5	0,1	1,0
Private non-bank sector	4,5	28,3	6,0	0,5	2,3
Total	13,2	33,8	8,2	0,8	4,2
IRELAND					
Banks	14,1	6,9	12,7	1,1	6,4
Public sector	2,0	1,8	3,3	0,5	1,3
Private non-bank sector	55,6	11,7	80,8	12,2	23,2
Total	71,7	20,5	96,8	13,9	30,8
ITALY					
Banks	28,4	26,3	5,5	1,9	6,8
Public sector	31,4	58,1	6,0	17,5	7,2
Private non-bank sector	42,4	178,6	31,7	6,3	9,3
Total	102,1	262,9	43,3	25,7	23,3
PORTUGAL					
Banks	6,2	4,4	2,3	0,1	1,1
Public sector	5,6	3,8	1,2	0,3	0,6
Private non-bank sector	9,4	10,0	13,0	0,6	1,8
Total	21,2	18,2	16,5	1,0	3,5
TOTAL PIIGS					
Banks	93,6	63,0	34,6	6,3	28,2
Public sector	65,6	87,9	16,3	25,4	13,9
Private non-bank sector	162,6	286,5	179,6	27,1	53,6
Total	321,8	437,4	230,4	58,8	95,6
% of GDP	12,5	21,9	13,3	1,4	0,9

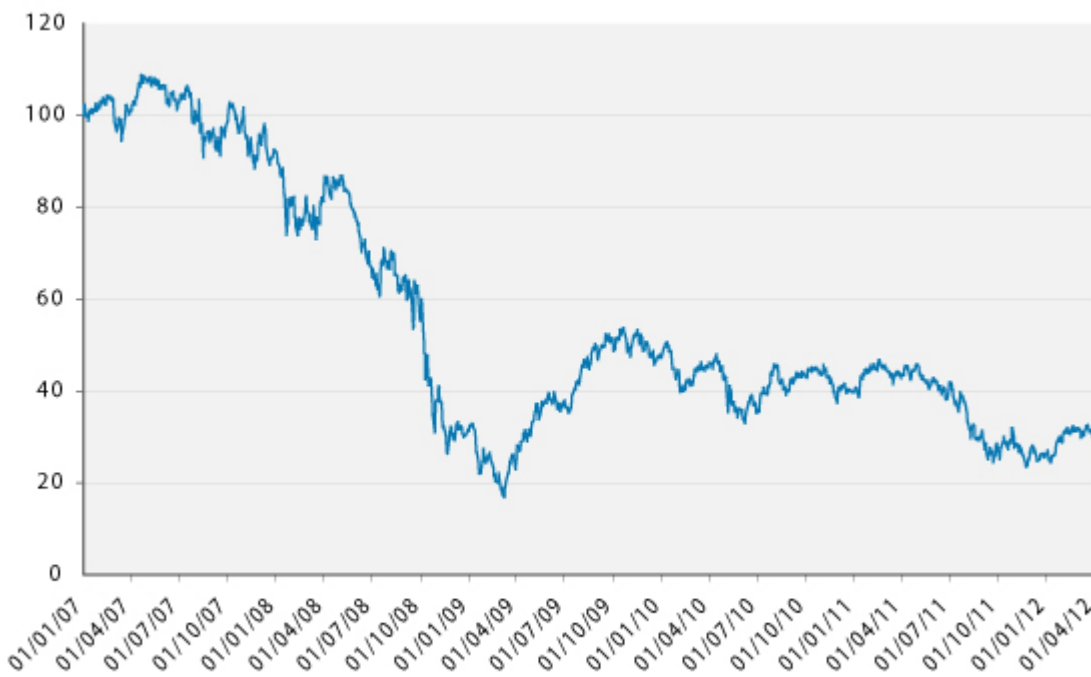
Sources : Banque des règlements internationaux – Consolidated banking statistics / ultimate risk basis – and author's calculations.

Graphique 1. Foreign debt held by European banks (Base 100 = 1st quarter 2007)



Sources : Banque des règlements internationaux – Consolidated banking statistics /ultimate risk basis – and author's calculations.

Figure 2. Stock market index of European banks (base 100 = 1 January 2007)



Sources : Datastream (FTSE World Europe Banks).

[1] Note that a financial depreciation (capital loss) on the balance sheet value of assets in the PIIGS implies an automatic reduction in the exposure to these economies.

[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] The minimum level required by Basel II for the Core Tier 1 ratio is only 2%, which rises to 4.5% under Basel III (in force in 2013). This ratio measures the proportion of risk-weighted assets covered by equity capital.

[7] For a bank whose ratio falls to $x\%$, the recapitalization requirement corresponds to $(5\%-x)/x$ % of post-shock equity capital. Hence if $x=4\%$, the recapitalization requirement would correspond to 25% of the equity capital.

[8] “The correlation between interest rates on public debt and on private debt will make it difficult to resolve the sovereign debt crisis in the euro zone”, *Flash marchés*, Natixis, 14 March 2011 – N° 195, <http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=57160>.

[9] For example, each old bond with a face value of 100 euros is exchanged for a new one worth 46.5 euros. The EFSF guarantees 15 euros and the Greek state 31.5 euros.

[10]

<http://www.minfin.gr/portal/en/resource/contentObject/id/baba4f3e-da88-491c-9c61-celfd030edf6>.

[11] In light of the holders of public debt who are not subject to Greek law and who are refusing to take part in the operation, the deadline of 9 March (see

<http://fr.reuters.com/article/frEuroRpt/idFRL6E8F540020120405>) was put off to 4 April and then to 20 April. The Greek state considers that this refusal to exchange will not be sufficient to block the operation, as, given the collective action clauses, voluntary or required participation amounts to at least 95.7%. With regard to the recalcitrant investors, the Greek state has the choice of waiting a little longer, meeting its contractual commitments (continued reimbursement of the face value and interest as initially scheduled), make a new exchange offer (but this must be equitable with respect to those who accepted the previous offer) or default, with the risk of pursuit in the international courts.

[12] Olivier Garnier, "Comprendre l'échange de dette publique grecque", *Le Webzine de l'actionnaire – Analyses*, Société Générale, 13 March 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, 1February 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", Colloquium Banque de France, 28 June 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

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.

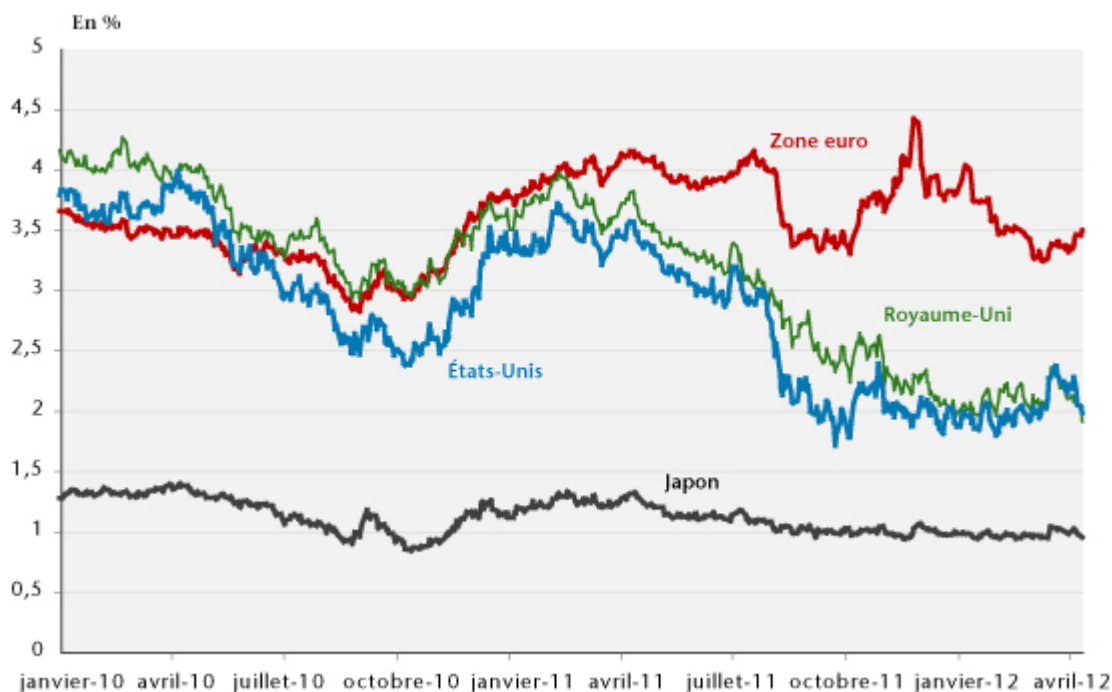
La baisse du taux d'intérêt public moyen de la zone euro à long terme observée depuis le début de l'année s'est interrompue. Après avoir atteint 3,25 % le 9 mars, il de nouveau augmenté en raison des nouvelles tensions apparues sur les taux italien et espagnol. En effet, malgré l'accord signé pour éviter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



Source : Datastream.

[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.

Must balancing the public finances be the main goal of economic policy

By [Henri Sterdyniak](#)

The financial crisis of 2007-2012 caused a sharp rise in public deficits and debt as States had to intervene to save the financial system and support economic activity, and especially as they experienced a steep drop in tax revenues due to falling GDP. In early 2012, at a time when they are far from having recovered from the effects of the crisis (which cost them an average of 8 GDP points compared to the pre-crisis trend), they face a difficult choice: should they continue to support activity, or do whatever it takes to reduce public deficits and debt?

[An in-depth note expands on nine analytical points:](#)

- The growth of debt and deficits is not peculiar to France; it occurred in all the developed countries.
- France's public bodies are certainly indebted, but they also have physical assets. Overall the net wealth of government represented 26.7% of GDP in late 2010, or 8000 euros per capita. Moreover, when all the national wealth is taken into account (physical assets less foreign debt), then every French newborn has an average worth at birth of 202 000 euros (national wealth divided by the number of inhabitants).
- In 2010, the net debt burden came to 2.3% of GDP, reflecting an average interest rate on the debt of 3.0%, which is well below the nominal potential growth rate. At this level, the real cost of the debt, that is, the primary surplus needed to stabilize the debt, is zero or even slightly negative.

– The true “golden rule” of public finances stipulates that it is legitimate to finance public investment by public borrowing. The structural deficit must thus be equal to the net public investment. For France, this rule permits a deficit of around 2.4% of GDP. There is no reason to set a standard for balancing the public finances. The State is not a household. It is immortal, and can thus run a permanent debt: the State does not have to repay its debt, but only to guarantee that it will always service it.

– The public deficit is detrimental to future generations whenever it becomes destabilizing due to an excessive increase in public spending or an excessive decrease in taxation, at which point it causes a rise in inflation and interest rates and undermines investment and growth. This is not the situation of the current deficit, which is aimed at making adjustments to provide the necessary support for economic activity in a situation of low interest rates, due to the high level of household savings and the refusal of business to invest more.

– For some, the 8 GDP points lost during the crisis have been lost forever; we must resign ourselves to persistently high unemployment, as it is structural in nature. Since the goal must be to balance the structural public balance, France needs to make an additional major effort of around 4 percentage points of GDP of its deficit. For us, a sustainable deficit is about 2.4 GDP points. The structural deficit in 2011 is already below that figure. It is growth that should make it possible to reduce the current deficit. No additional fiscal effort is needed.

– On 9 December 2011, the euro zone countries agreed on a new fiscal pact: the Treaty on Stability, Coordination and Governance of the European Monetary Union. This Pact will place strong constraints on future fiscal policy. The structural deficit of each member country must be less than 0.5% of GDP. An automatic correction mechanism is to be

triggered if this threshold is exceeded. This constraint and the overall mechanism must be integrated in a binding and permanent manner into the fiscal procedures of each country. Countries whose debt exceeds 60% of GDP will have to reduce their debt ratio by at least one-twentieth of the excess every year.

This project is economically dangerous. It imposes medium-term objectives (a balanced budget, a debt rolled back to below 60% of GDP) that are arbitrary and are not *a priori* compatible with the necessities of an economic equilibrium. Likewise, it imposes a fiscal policy that is incompatible with the necessities of short-term economic management. It prohibits any discretionary fiscal policy. It deprives governments of any fiscal policy instrument.

– As the rise in public debts and deficits in the developed countries came in response to mounting global imbalances, we cannot reduce the debts and deficits without addressing the causes of these imbalances. Otherwise, the simultaneous implementation of restrictive fiscal policies in the OECD countries as a whole will lead to stagnating production, falling tax revenues and deteriorating debt ratios, without managing to reassure the financial markets.

– A more balanced global economy would require that the countries in surplus base their growth on domestic demand and that their capital assumes the risks associated with direct investment. In the Anglo-American world, higher growth in wage and social income and a reduction in income inequalities would undercut the need for swelling financial bubbles, household debt and public debt. The euro zone needs to find the 8 GDP points lost to the crisis. Instead of focussing on government balances, the European authorities should come up with a strategy to end the crisis, based on a recovery in demand, and in particular on investment to prepare for the ecological transition. This strategy must include keeping interest rates low and public deficits at the levels needed to support

activity.

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.

The new European treaty, the

euro and sovereignty

By [Christophe Blot](#)

On 2 March 2012, 25 countries in the Economic and Monetary Union (EMU) adopted a new treaty providing for greater fiscal discipline. The treaty became an object of dispute almost before the ink was dry [1], as Francois Hollande announced that, if elected, he would seek to renegotiate it in order to emphasize the need to address growth. There is no doubt that a turnabout like this on a treaty that was so fiercely negotiated would be frowned upon by a number of our European partners. The merit of strengthening fiscal discipline in a time of crisis is, nevertheless, an issue worth posing.

So how should we look at this new treaty? Jérôme Creel, Paul Hubert and Francesco Saraceno have already demonstrated [the potential recessionary impact of the rules it introduces](#). In addition to these macroeconomic effects, the treaty also fails to deal with an essential question that should be at the heart of the European project: sovereignty.

In 1998, one year before the launch of the euro, Charles Goodhart [2] published an article in which he raised a peculiar feature of the Economic and Monetary Union (EMU) with respect to monetary theory and history. Goodhart recalled that a currency is almost always inextricably bound up with the expression of political and fiscal sovereignty. However, in the context of the EMU, this link is broken, as the euro and monetary policy are controlled by a supranational institution even though they are not part of any expression of European sovereignty, as fiscal policy decisions in particular remain decentralized and regulated by the Stability and Growth Pact. Goodhart concluded that the creation of the euro portends tensions that will need careful attention.

The current crisis in the euro zone shows that this warning

was well founded. The warning makes it possible above all to consider the crisis from a different perspective – a political one. The issue of the sustainability of the debt and compliance with rules in effect masks the euro's underlying problem, its "original sin": the single currency is doomed if it is not based on fiscal and political sovereignty. If there are any exceptions to this, they consist of micro-states that have abandoned their monetary sovereignty to neighbours that are far more powerful economically and politically. The euro zone is not the Vatican.

The renegotiation of the treaty or the opening of new negotiations with a view to the ratification of a European Constitution is not only urgent but vital to the survival of the European project. Beyond the overarching objectives of growth, employment, financial stability and sustainable development, which, it must be kept in mind, are at the heart of European construction, as is evidenced by their inclusion in Article 3 of the [Treaty on the European Union](#), any new negotiations should now address the question of Europe's political and fiscal sovereignty, and therefore, by corollary, the issue of the transfer of national sovereignty.

It should be noted that this approach to the implementation of European sovereignty is not inconsistent with the existence of rules. In the United States, most states have had balanced budget rules since the mid-nineteenth century, prior to which a number of them had defaulted (see C.R. Henning and M. Kessler [3]). However, these rules were adopted at the initiative of the states and are not included in the US Constitution. There are, however, ongoing efforts to include a requirement in the Constitution for a balanced budget at the federal level. [For the moment, these have not been successful, and they are being challenged](#) on the grounds that this would risk undermining the stabilizing power of the federal budget. In the United States, before the crisis the resources of the federal state accounted for 19% of GDP, compared with an EU

budget that does not exceed 1% of GDP and which must always be balanced, and therefore cannot be used for of macroeconomic adjustments. In the US, the stabilization of shocks is thus handled through an unrestricted federal budget, which offsets the poor responsiveness of local fiscal policies that are constrained by the requirement for balance. While the euro zone must surely find its own way, the fact remains that the euro should not be an instrument in the hands of the European Central Bank alone: it must become a symbol of the political and fiscal sovereignty of all the euro zone's citizens.

[1] It will only take effect, however, after a ratification process in the 25 countries. This could be a long and uncertain process, as Ireland has announced that it will hold a referendum.

[2] See "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.

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 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.

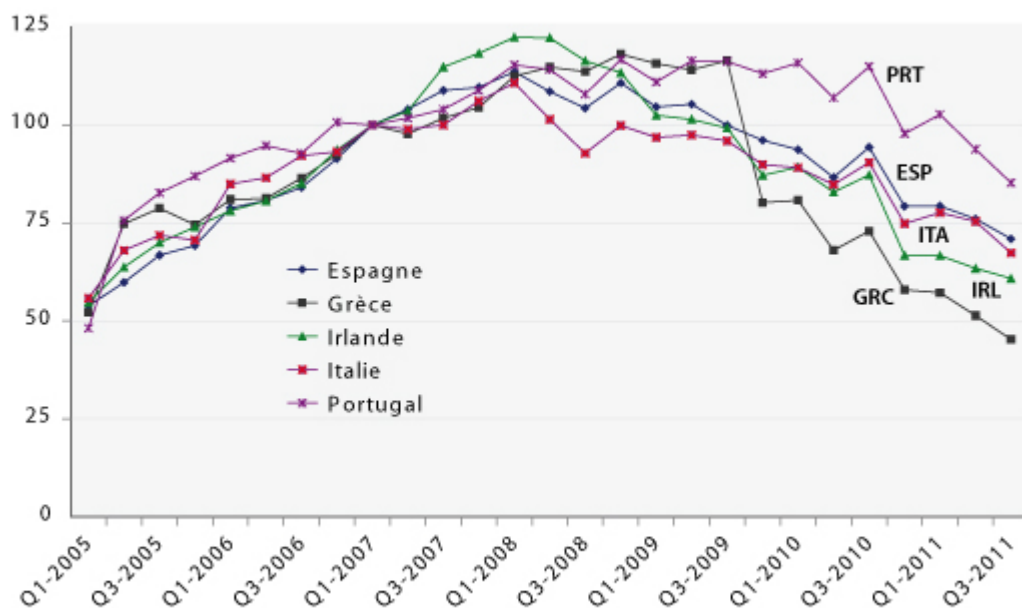
iv) Les marges de manœuvre des gouvernements comme soutien de premier secours sont devenues très limitées en raison de leur endettement massif. En cas de nouveau choc majeur, la BCE pourrait n'avoir d'autre choix que d'être le prêteur en dernier ressort.

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

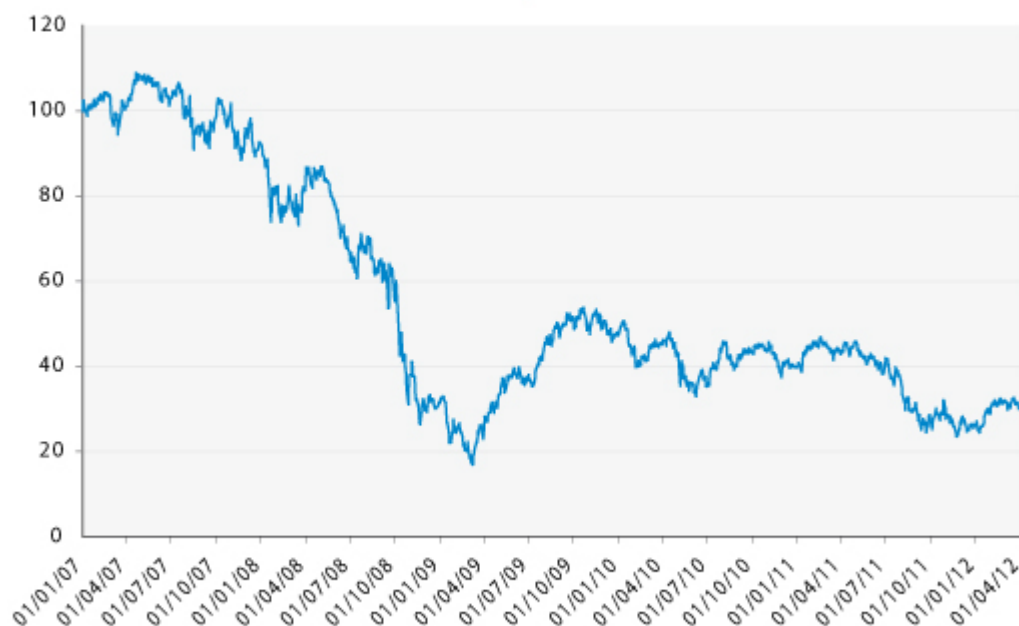
Sources : Banque des règlements internationaux – Consolidated banking statistics / ultimate risk basis – et calculs de l'auteur.

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.

The citizen must be the foundation of any industrial policy – even a free market one

By [Sarah Guillou](#)

The purpose of industrial policy is to direct productive specialization towards sectors that are deemed strategic for well-being or economic growth. This means recognizing that productive specialization is important for growth. But what criteria should be used to determine the importance of a given sector? The argument developed here is that there are no sound criteria that do not refer to the collective preferences of present and future citizens.

There are a limited number of theoretical principles for justifying an industrial policy and demonstrating its effectiveness. From the defence of nascent industries (List, 1841) to support for basic industries that generate externalities for growth, the theoretical arguments set out very limited conditions for the exercise of policy. The international legal framework is also very stringent, especially for European Union countries whose authorities are concerned primarily with creating a level playing field for all EU companies and keeping control over payments by the State.

The limited space for industrial policy

In this limited space, the exercise of industrial policy has struggled to find reasons to exist. Even though a movement of

“normalization”, dear to Dani Rodrik, currently seems to be affecting the study of industrial policy (see Aghion et al., 2011), it is still not part of “normal” policy in the same way as monetary, fiscal, or trade policy, for example. Industrial policy is exceptional policy resulting from exceptional circumstances. It is in the definition of this term “exceptional”, of its nature and its temporality, that industrial policy derives its legitimacy. Even recently, exceptional circumstances, both political and economic, have served as strong grounds for industrial policy, whereas they actually conceal policies to promote employment and satisfy electoral objectives. Illustrations of this include businesses set up to rescue factories, from Lejaby lingerie units to SeaFrance, as well as announcements of regulations on plant closures when a buyer exists. Even though these interventions have the benefit of reducing information asymmetries between the players by offering mediation that is often useful, they are not really part of industrial policy.

The only “authorized” industrial policy today that is consistent with the institutional and legal framework of Europe and America is one that meets the conditions inherited from liberal doctrine on state intervention in the functioning of the economy. One may wish that the rules on intervention were re-defined – which by the way, would bring a little more transparency into state practices – but the ambition of this note is both more modest and broader. This note aims to show that, even within the minimalist framework of the free market approach, industrial policy must be defined in accordance with a social project that engages the productive specialization of the economy.

As a general principle, liberal doctrine considers competition to be the most efficient process for allocating resources. In other words, competition is the best system for maximizing wealth creation. Indeed, it is supposed to foster emulation between the players and motivate them to increase their

productivity and performance; to allow the eviction of inefficient activities that waste poorly exploited resources; and, finally, to ensure equality and freedom among the players with respect to market entry, and thus the free exercise of economic activity. Liberal economic theory thus envisages only very specific situations for the exercise of industrial policy.

In this framework, state intervention is justified (i) to restore competitive conditions concerning transparency of information; (ii) to support investment in activities that generate positive externalities, such as R&D, or conversely to discourage activities that generate negative externalities, such as pollution, and (iii) to support activities that are considered strategic. Note that these are precisely the three justifications that underpin the European Union's policy on industry and competition. It should be noted above all that while the last two reasons do indeed call for an industrial policy, they demand a higher principle of a political nature that invokes the collective preferences of present and future generations.

Encouraging the externalities that arise from R&D spending does not of course necessarily reflect a political choice. Indeed, the underlying economic logic might be sufficient: the externalities from R&D include a boost in productivity induced by the diffusion of knowledge, which benefits society as a whole. This increased productivity provides additional growth that fuels the creation of jobs and wealth. It is indeed this economic dynamic that is emphasized by the European authorities, including the European Commission (see Buch-Hansen and Wigger, 2010; EC, 2011), just as it underpins American policy on subsidies for R&D (Ketels, 2007). The policy decision to support R&D and more generally investment in human capital can thus be based simply on economic logic.

Any policy that is intended to guide specialization involves society's future

Nevertheless, this logic is not enough: once we have accepted that investment in R&D is needed, then it is necessary to decide how to ensure that public resources, which are scarce and whose opportunity cost is rising as debt mounts, are invested in the wisest way. The definition of industrial policy must be based on a set of political (and legal) guidelines that are precise enough to lead business to invest in technology whose returns are inherently uncertain. For example, companies do not spontaneously tend to invest in clean technologies. Incentives need to be created that induce them to adopt sustainable development pathways, as is shown by the results of Acemoglu et al. (2011).

In general, any policy that aims to guide specialization involves the future of society: directing the production process towards sustainable development and environmental protection is a decision that will ensure the sustainability of resources, the quality of life and technological innovation. Directing capital towards strategic technologies, such as biotechnology, nanotechnology or space, is a necessity in light of the heavy investments – the fixed costs – that are associated with their development, given that mastering these technologies is essential to society's future well-being. Finally, investing in human capital, a prerequisite to any policy to support R&D, is a way not only to improve people's living standards and quality of life and to qualitatively strengthen their ability to adapt to technological change, but also to ensure the strength and sustainability of democracy (Glaeser et al., 2007).

A commitment to a policy of support for investment in research and education is of course widely shared by political leaders, as it is a general feature of a progressive vision of society, or, in short, a certain vision of social welfare. And a package of measures to meet the objectives of a policy to support R&D in France does clearly exist: the research tax credit for the country's "competitive clusters"; in this

respect, France is often seen as a driving force in terms of its industrial policies. But the purpose evoked to justify these measures is to ensure competitiveness, and not specifically economic growth *per se*.

Nevertheless, the selection of promising technologies and investment in the specializations of the future demands that politics takes precedence, as it must take a stand on the technological future of society, including in matters of protection, security, health and the environment. Ultimately, even a free market industrial policy assumes political choices that correspond to a vision of society. And it is in the name of this social vision that the expenditure associated with industrial policy can be justified. The justifications related to the economic mechanisms set the constraints, but policy choices must set the goals. The expression of collective preferences during the forthcoming electoral processes requires that the technological implications of policy proposals be expressed as clearly as possible.

References:

Acemoglu, D., Aghion, P., Bursztyn, L. and Hemous, D. (2011), "The environment and directed technical change", *MIT WP*, June 28, 60 pages.

Aghion, P., M. Dewatripont, L. Du, A. Harrison & P. Legros (2011), "Industrial Policy and Competition", *CEPR Discussion Paper Series No.8691*, June 28.

Buch-Hansen, H. and Wigger, A. (2010), "Revisiting 50 years of market-making: The Neoliberal transformation of European competition policy", *Review of International Political Economy* 17(1), 20-44.

Commission Européenne (2011), Industrial policy: Reinforcing competitiveness, *COM* (2011) (642).

Glaeser, E.L., Ponzetto, G. and Shleifer, A. (2007), "Why does democracy need education?", *Journal of Economic Growth* 12(2),

77.

List, F. (1841), *National System of Political Economy*, New York & London: Garland Publishing, Inc., 1974, pp. 70-82.

Rodrik, D. (2008), "Normalizing Industrial Policy", *Commission on Growth and Development Working Paper No.3*

Ketels, C.H.M. (2007), "Industrial policy in the United States", *Journal of Industry Competition and Trade* 7,147-167.

Pack, H. and K. Saggi, 2006. "Is There a Case for Industrial Policy? A Critical Survey" *The World Bank Research Observer*, 21:267-297

www-wds.worldbank.org/.../436150PUB00B0X0327375B01PUBLI

Le citoyen doit être le socle de toute politique industrielle, même libérale

par [Sarah Guillou](#)

L'objet d'une politique industrielle est d'influencer les spécialisations productives en faveur de secteurs jugés stratégiques pour le bien-être ou la croissance économique. Cela implique de reconnaître que la spécialisation productive a de l'importance en termes de croissance. Mais quels critères permettent de déterminer l'importance de tel ou tel secteur ? L'argument développé par la suite est qu'il n'existe pas de

critères solides sans référence aux préférences collectives présentes et futures des citoyens.

Les fondements théoriques justifiant une politique industrielle et démontrant son efficacité sont peu nombreux. De la défense des industries naissantes (List, 1841) au soutien des industries générant des externalités fondamentales pour la croissance, les arguments théoriques définissent des conditions d'exercice très étroites. Le cadre légal international est également très exigü, notamment pour les pays de l'Union européenne dont les instances se préoccupent prioritairement de créer des conditions égales de concurrence pour toutes les entreprises de l'Union et contrôlent tout versement d'aides publiques.

L'espace réduit de la politique industrielle

Dans cet espace réduit, l'exercice d'une politique industrielle a du mal à trouver des raisons d'exister. Bien qu'un mouvement de « normalisation », cher à Dani Rodrick, semble affecter aujourd'hui les études sur la politique industrielle (voir Aghion et al. 2011), celle-ci ne fait toujours pas partie des politiques « normales », au même titre que la politique monétaire, budgétaire, commerciale par exemple. Il s'agit d'une politique exceptionnelle consécutive à des circonstances exceptionnelles. C'est dans la définition de ce qualificatif d'exceptionnel, de sa nature et de sa temporalité, que la politique industrielle met en jeu sa légitimité. Encore récemment, les circonstances exceptionnelles, autant politiques qu'économiques, ont agi fortement comme motif d'une politique industrielle mais elles cachent en fait des politiques de soutien de l'emploi tout en satisfaisant des objectifs électoraux. L'illustrent les entreprises de sauvetages d'usines, des ateliers de lingerie Lejaby à SeaFrance, et les annonces de réglementation des fermetures d'usines en présence d'un repreneur. Bien que ces interventions apportent le bénéfice de réduire l'asymétrie d'information entre les acteurs en proposant des médiations

bien souvent utiles, elles ne relèvent pas de la politique industrielle.

La seule politique industrielle « autorisée », cohérente avec le cadre institutionnel et légal, européen ou américain, est aujourd'hui celle qui respecte les conditions d'intervention de l'Etat dans le fonctionnement économique hérité de la doctrine libérale. On peut souhaiter une redéfinition des règles d'intervention, ce qui en passant, amènerait un peu plus de transparence sur les pratiques des Etats, mais l'ambition de cette note est tout à la fois plus modeste et plus large. Cette note veut montrer que, même dans le cadre minimaliste de la doctrine libérale, la politique industrielle doit se définir à l'appui d'un projet de société qui engage la spécialisation productive de l'économie.

Le principe général de la doctrine libérale est de considérer la concurrence comme le processus le plus efficace d'allocation des richesses. Autrement dit, la concurrence est le meilleur système pour optimiser la création de richesse. En effet, elle est supposée créer l'émulation entre les acteurs qui les incitent à augmenter leur productivité et leurs performances ; permettre l'éviction des activités inefficaces qui gaspillent des ressources alors mal exploitées ; et enfin assurer l'égalité et la liberté des acteurs concernant leur entrée sur les marchés et donc le libre exercice de l'activité économique. La théorie économique libérale n'envisage que des situations très particulières à l'exercice d'une politique industrielle.

Dans ce cadre, l'intervention de l'Etat se justifie (i) pour rétablir les conditions concurrentielles de transparence de l'information ; (ii) pour soutenir l'investissement dans les activités générant des externalités positives comme la R&D ou inversement pour décourager celles générant des externalités négatives comme la pollution ; et (iii) pour soutenir des activités jugées stratégiques. On peut observer qu'il s'agit précisément des trois motifs qui sous-tendent la politique

industrielle et de concurrence de l'Union européenne. Il faut surtout remarquer que si les deux dernières justifications appellent bien une politique industrielle, elles requièrent un principe supérieur d'ordre politique qui fait appel aux préférences collectives des générations présentes et futures.

Certes, encourager les externalités qui naissent des dépenses en R&D ne relève pas forcément d'un choix politique. En effet, la logique économique sous-jacente pourrait suffire : les externalités de la R&D correspondent à l'accroissement de productivité pour l'ensemble de la société induite par la diffusion de la connaissance. L'accroissement de la productivité assure un surcroît de croissance qui augmente la création d'emplois et de richesses. C'est bien cet enchaînement économique qui est mis en avant par les instances européennes, parmi elles, la Commission européenne (voir Nuggs-Hansen et Wigger, 2010 ; C.E., 2011), comme il fonde la politique américaine de subvention à la R&D (Ketels, 2007). La décision politique de soutien de la R&D et plus généralement de l'investissement dans le capital humain peut reposer simplement sur la logique économique.

Toute politique qui vise à orienter la spécialisation engage l'avenir de la société

Toutefois cet enchaînement est insuffisant : une fois que l'on a admis un nécessaire soutien à l'investissement dans la R&D, il faut décider de l'orientation des ressources publiques, rares et dont le coût d'opportunité s'élève avec l'accroissement des dettes, vers les investissements jugés les plus opportuns. La définition de la politique industrielle doit se fonder sur un ensemble d'orientations politiques (puis légales) suffisamment précises pour engager les entreprises dans des investissements technologiques dont les rendements sont par nature incertains. Par exemple, les entreprises ne s'orientent pas naturellement vers les technologies propres. Il faut créer les incitations qui les conduiront à s'inscrire dans des trajectoires de développement durable comme le

montrent les résultats d'Acemoglu *et al.* (2011).

En règle générale, toute politique qui vise à orienter la spécialisation engage l'avenir de la société : orienter les processus de production vers le développement durable et le respect de l'environnement est une décision qui assurera la pérennité des ressources, la qualité de vie et l'innovation technologique. Orienter les capitaux vers des technologies stratégiques, comme les biotechnologies, l'espace ou les nanotechnologies, est une nécessité face à la lourdeur des investissements – coûts fixes – qui sont associés à leur développement, dès lors que l'on considère que la maîtrise de ces technologies est indispensable au futur bien-être de la société. Enfin, investir dans le capital humain, préalable à toute politique de soutien de la R&D, est le moyen d'augmenter le niveau et la qualité de vie des individus, de densifier les aptitudes à s'adapter au changement technique, mais aussi d'assurer la solidité et la pérennité de la démocratie (Glaeser *et al.*, 2007).

Certes, l'attachement à une politique de soutien à l'investissement dans la recherche et l'éducation est largement partagé par les dirigeants politiques et repose globalement sur une vision progressiste de la société, une certaine vision du bien-être social en somme. Et de fait, il existe bien un ensemble de mesures répondant à des objectifs de politique de soutien à la R&D : du crédit impôt-recherche aux pôles de compétitivité ; la France est à ce titre souvent considérée comme motrice en termes de mesures de politique industrielle. Mais la finalité invoquée de ces mesures est celle de la compétitivité des entreprises, pas celle de la croissance économique en termes qualitatifs.

Or, la sélection des technologies prometteuses et l'investissement dans les spécialisations du futur appellent une présence du politique qui doit se prononcer sur l'avenir technologique de la société, qu'il s'agisse de sa protection, de sa sécurité, de sa santé ou de son environnement. Au final,

une politique industrielle, même libérale, présuppose des choix politiques qui satisfont une vision sociétale. C'est au nom de cette vision sociétale que les dépenses associées à la politique industrielle peuvent se justifier. Les motifs liés aux mécanismes économiques définissent les contraintes. Les choix politiques doivent définir l'ambition. La révélation des préférences collectives lors des processus électoraux à venir exige que soit exprimé le plus clairement possible le projet technologique du politique.

Références :

Acemoglu, D. et Aghion, P., Bursztyn, L. et Hemous, D. (2011), "The environment and directed technical change", MIT WP, June 28, 60 pages.

Aghion, P., M. Dewatripont, L. Du, A. Harrison & P. Legros (2011), "Industrial Policy and Competition", CEPR Discussion Paper Series No.8691, June 28.

Buch-Hansen, H. et Wigger, A. (2010), "Revisiting 50 years of market-making: The Neoliberal transformation of European competition policy", Review of International Political Economy 17(1), 20-44.

Commission Européenne (2011), Industrial policy : Reinforcing competitiveness, COM (2011) (642).

Glaeser, E.L., Ponzetto, G. et Shleifer, A. (2007), "Why does democracy need education?", Journal of Economic Growth 12(2),77.

List, F. (1841) National System of Political Economy, New York & London: Garland Publishing, Inc., 1974, pp. 70-82.

Rodrik, D. (2008) Normalizing Industrial Policy, Commission on Growth and Development Working Paper No.3

Ketels, C.H.M. (2007), "Industrial policy in the United States", Journal of Industry Competition and Trade 7,147-167.

Pack, H. and K. Saggi, 2006. "Is There a Case for Industrial Policy? A Critical Survey" The World Bank Research Observer, 21:267-297

www -

wds.worldbank.org/.../436150PUB00B0X0327375B01PUBLI