

L'Avenir de l'Euro

Paul De Grauwe

London School of Economics



Ma présentation

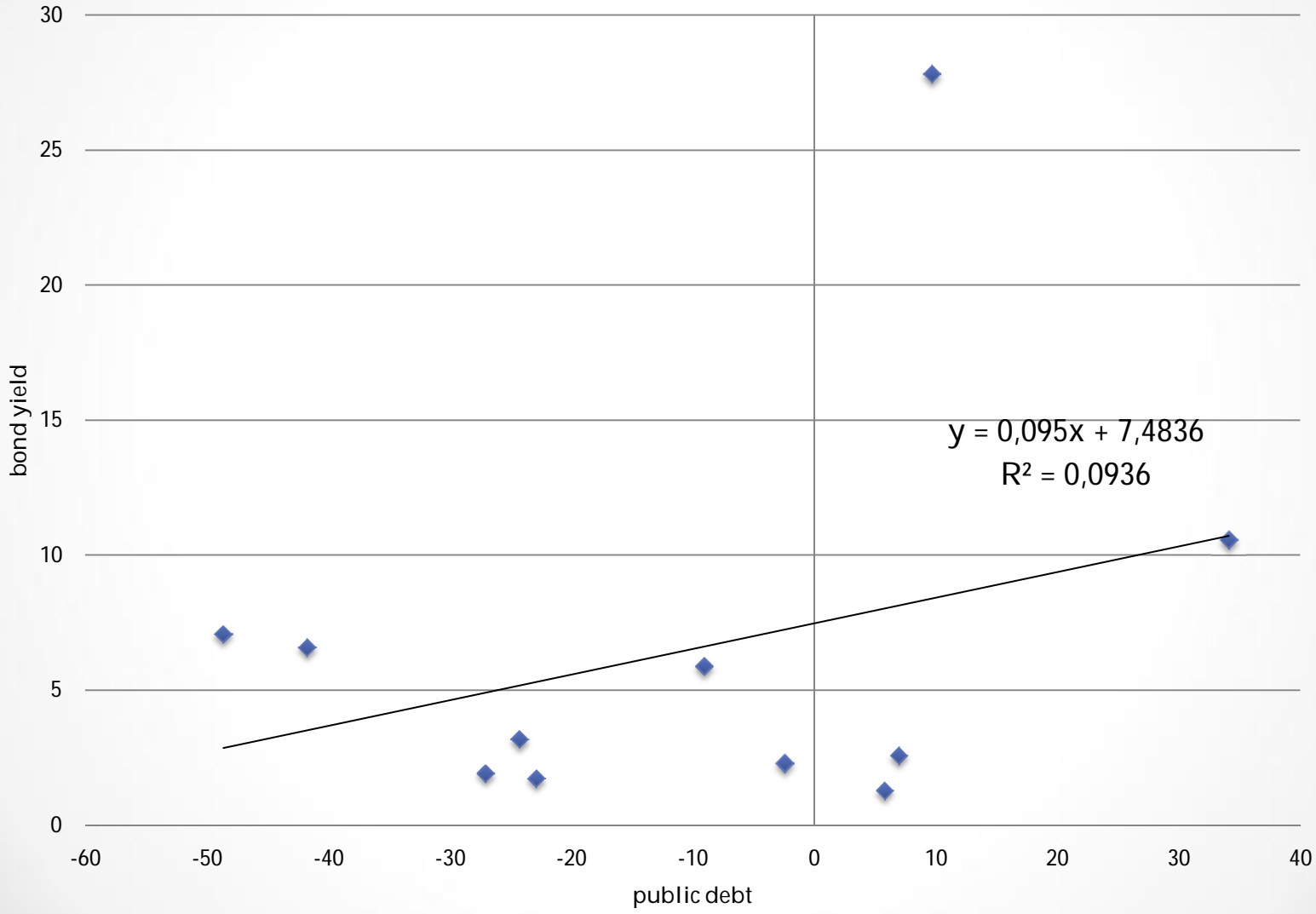
- Diagnostic de la crise
- Les effets de la crise :
dette publique et stagnation
- L'avenir de la zone euro
 - Court terme: Comment sortir de la stagnation?
 - Long terme: refaire la zone euro



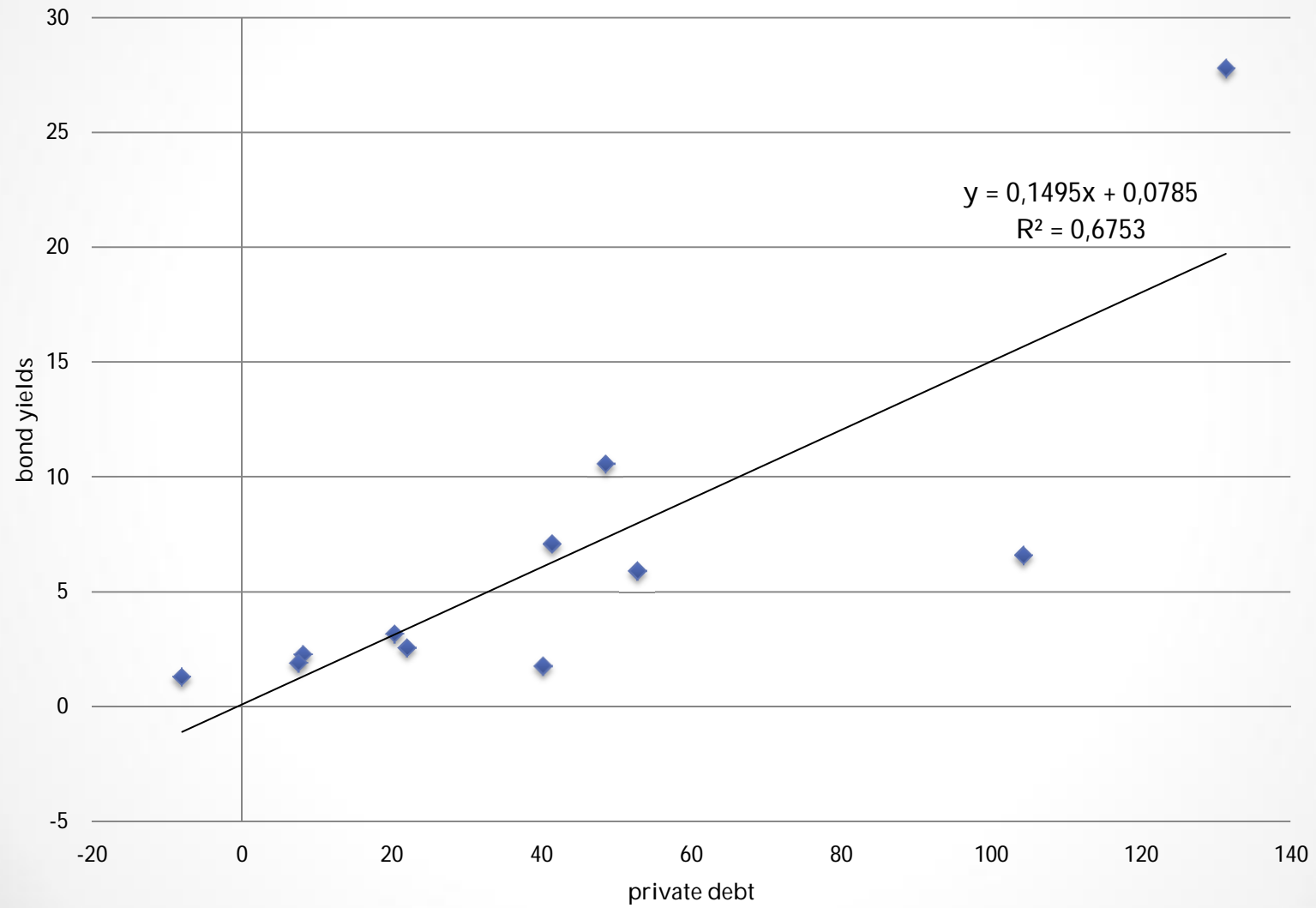
Diagnostic de la crise

- Comment expliquer la dette souveraine de 2010-12?
 - La dette publique avant la crise?
 - La dette privée avant la crise?

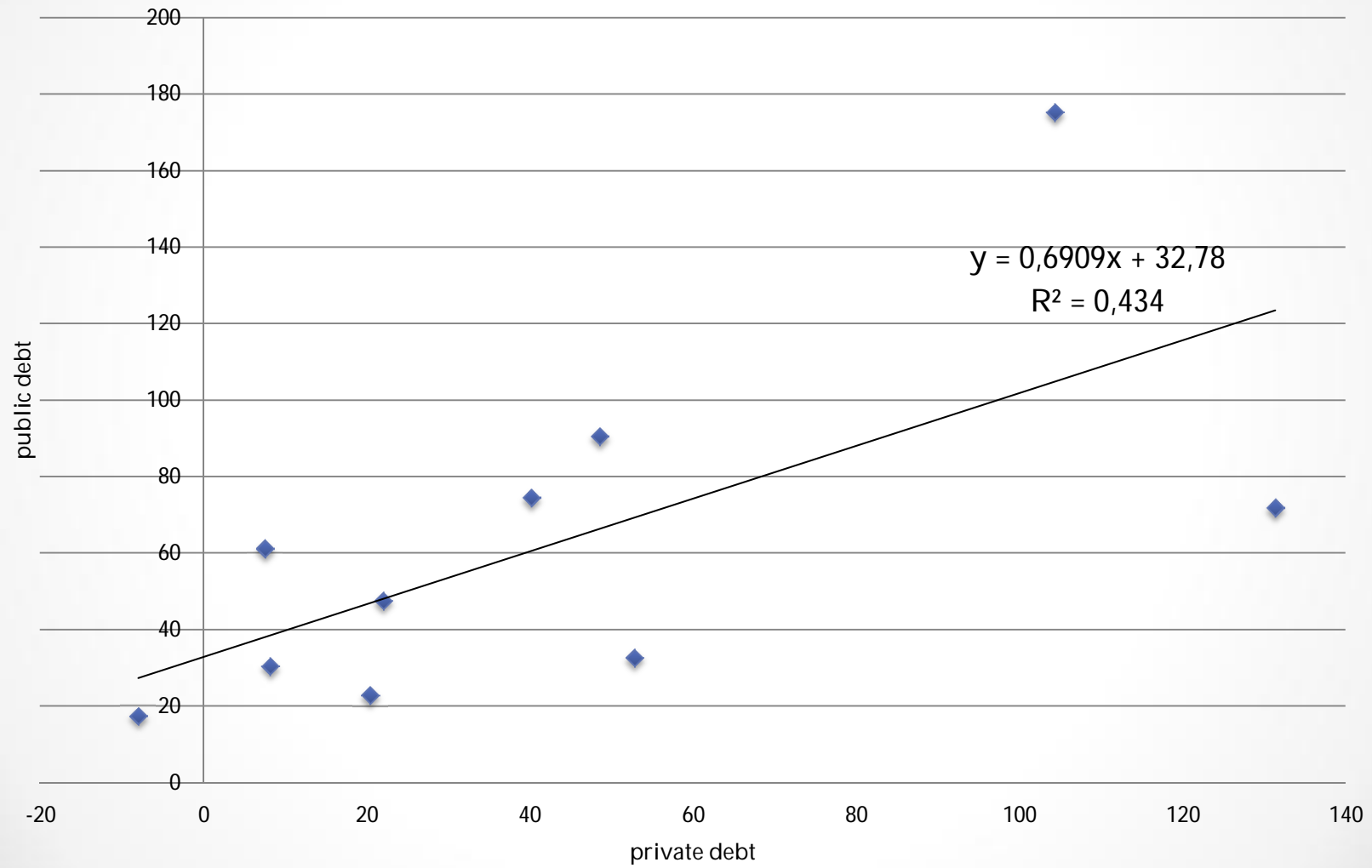
Government bond yields (2012) and
increase government debt (1999-2007)



Government bond yields (2012) and
increase private debt (1999-2007)



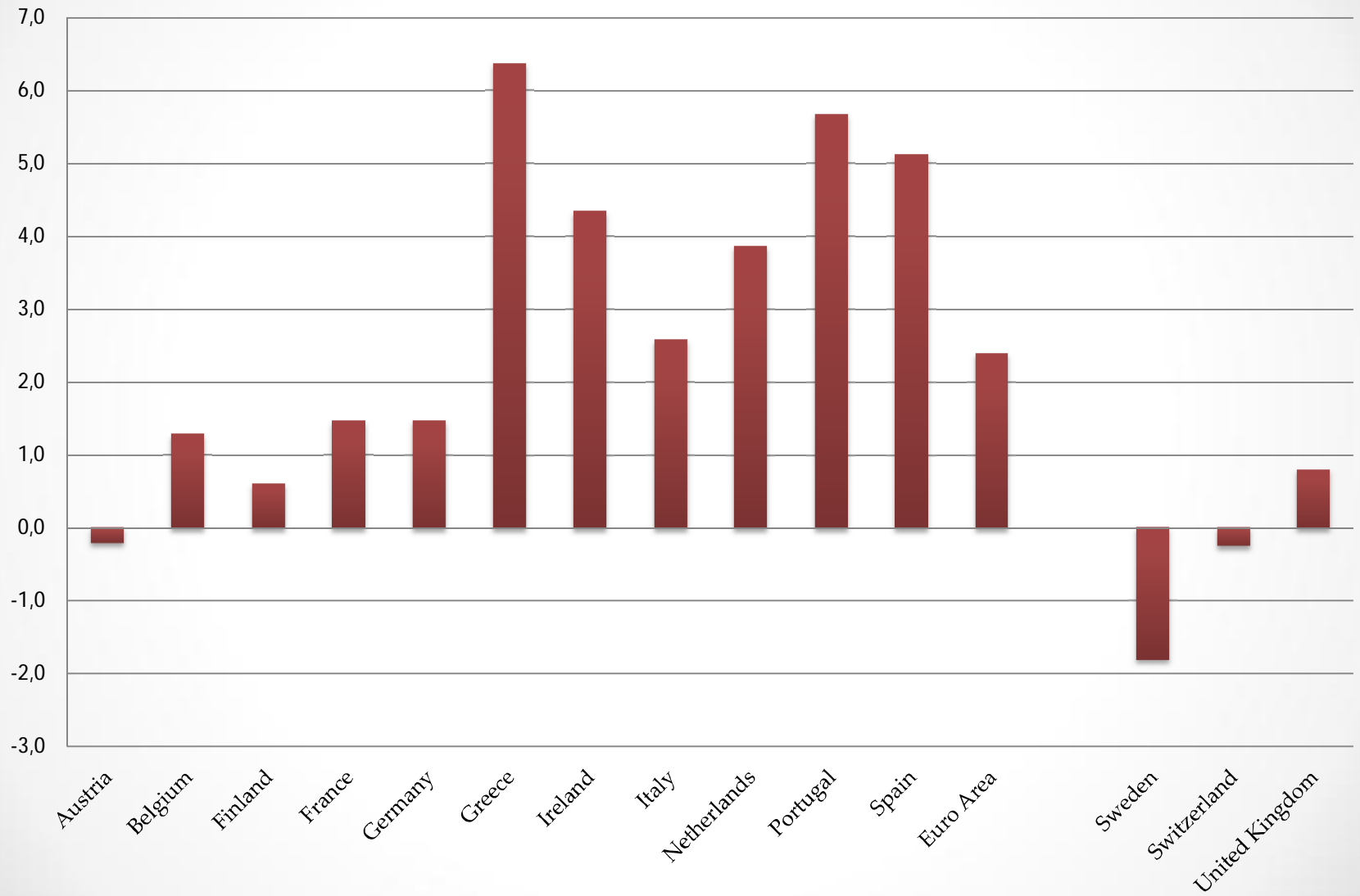
Increase private debt (1999-2007)
and public debt (2007-14)



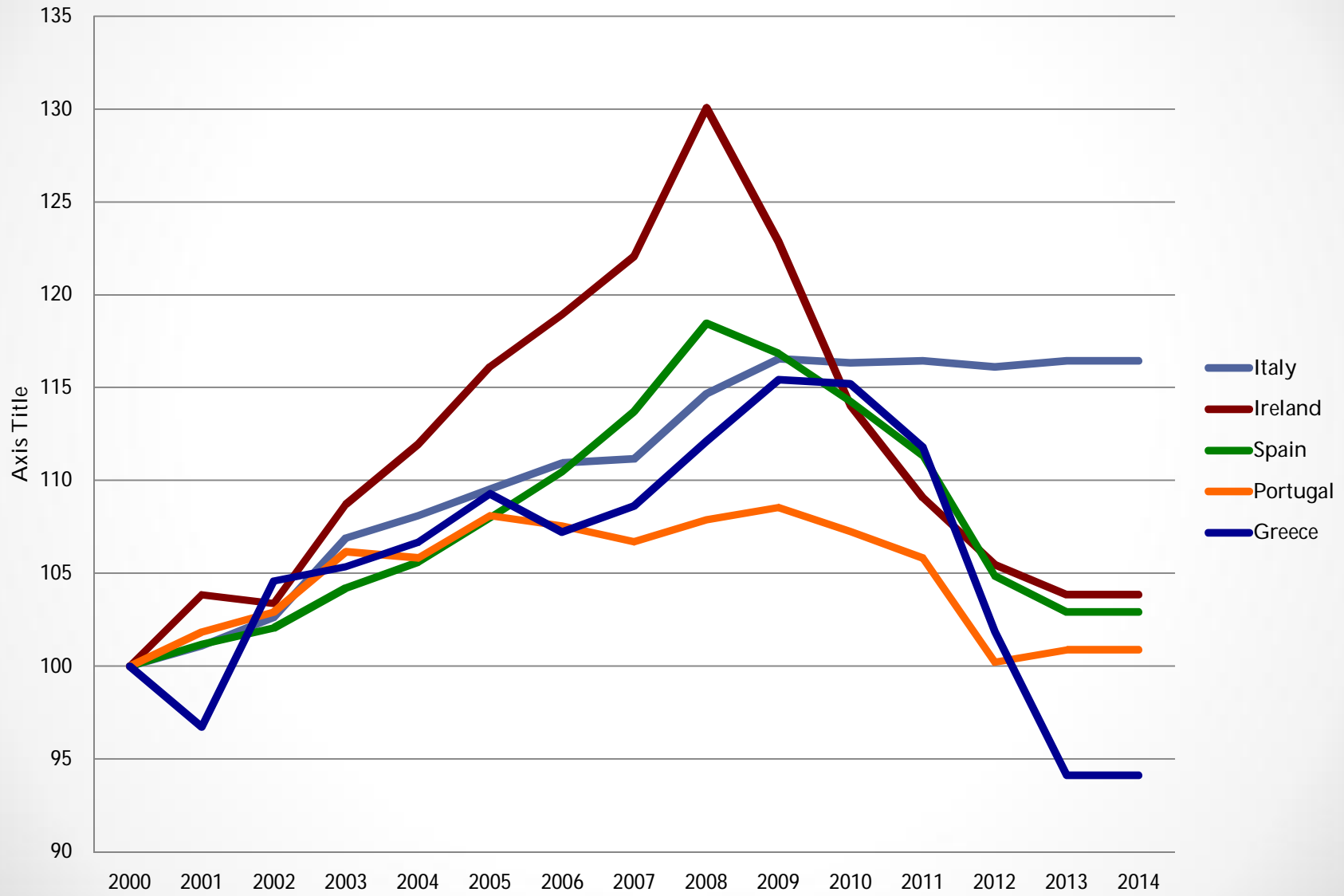
Interprétation

- Crise classique du système capitaliste
- Ceci n'est pas l'interprétation des autorités Européennes: la cause est l'explosion de la dette publique
- Application d'une thérapie erronée,
 - Austérité excessive dans la périphérie
 - Sans compensation au centre
- Résultat: stagnation dans la zone euro

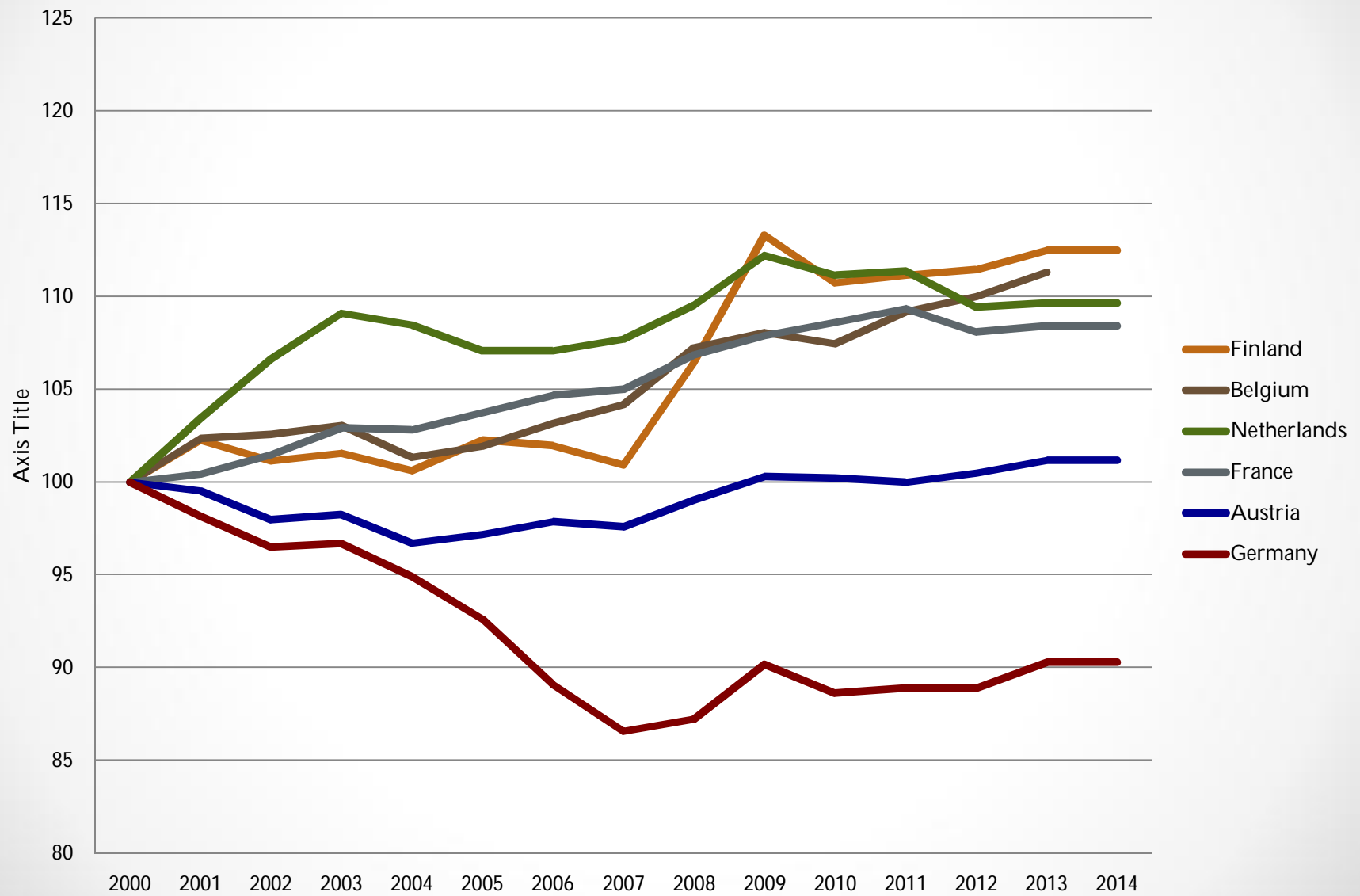
IMF Fiscal Impulse (2011-14)



Relative unit labour costs Eurozone: debtor nations



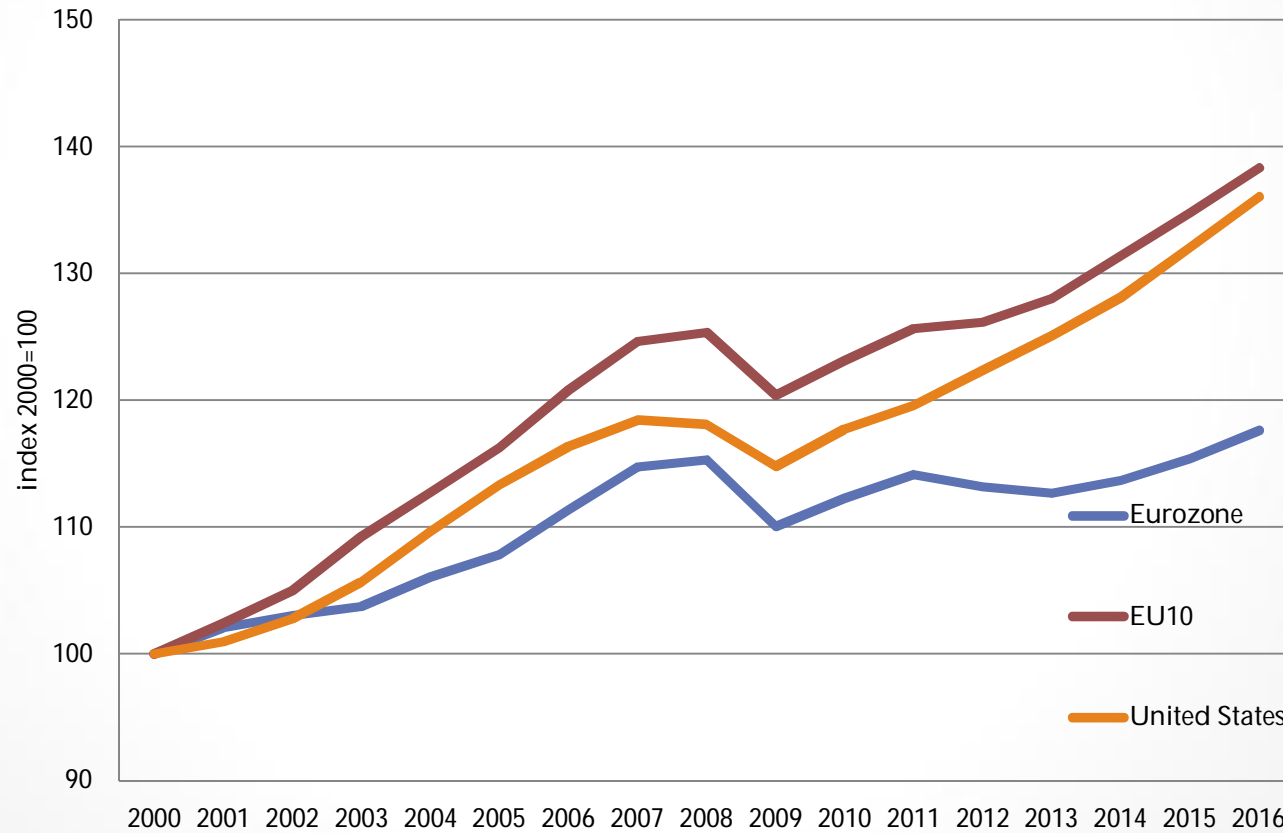
Relative unit labour costs Eurozone: creditor nations



- Ajustement asymétrique
- Austérité généralisée
- a conduit à un biais déflationniste dans la zone euro
- La zone euro est devenue une zone de stagnation

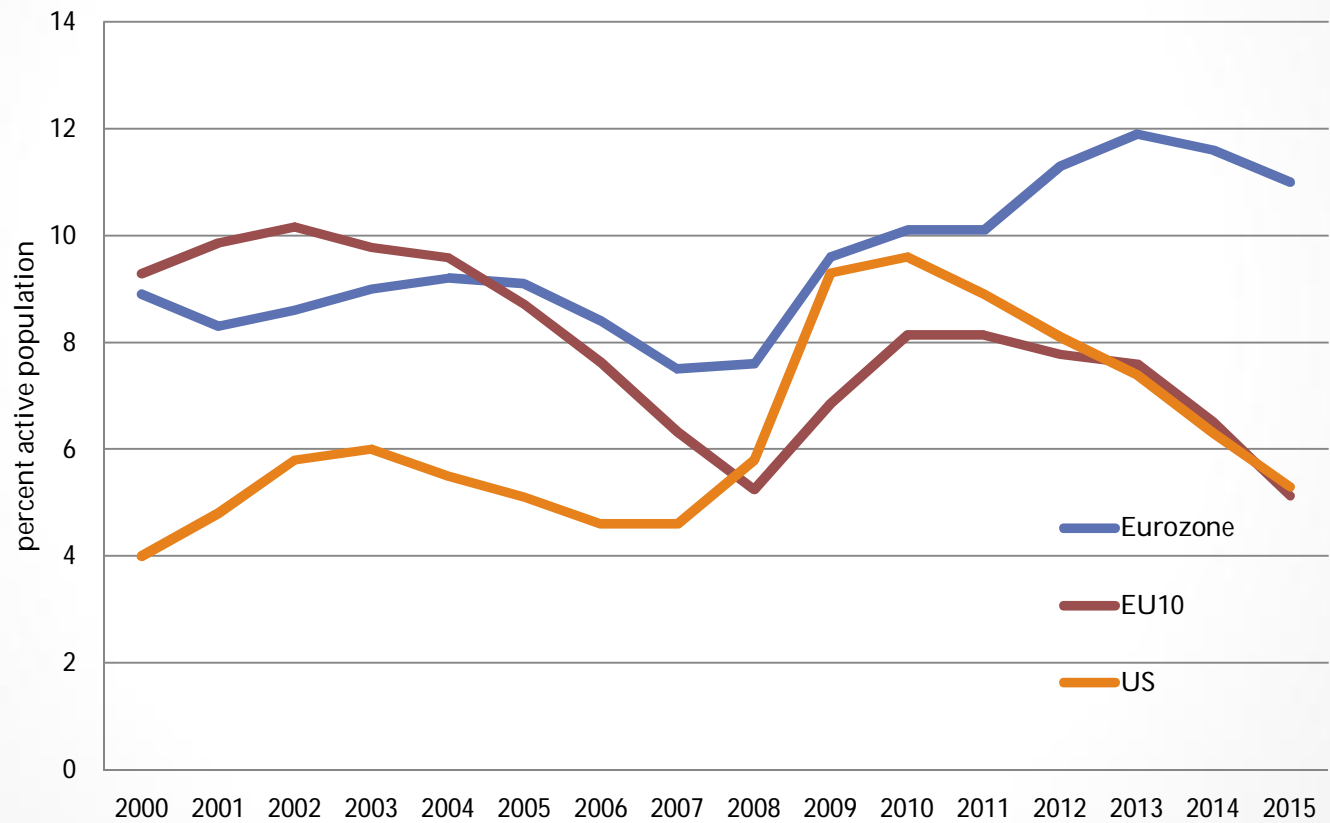
Stagnation dans la zone euro

Real GDP in Eurozone, EU10 and US (prices of 2010)



Chômage croissant

Unemployment rate in Eurozone, EU10 and US



Déflation

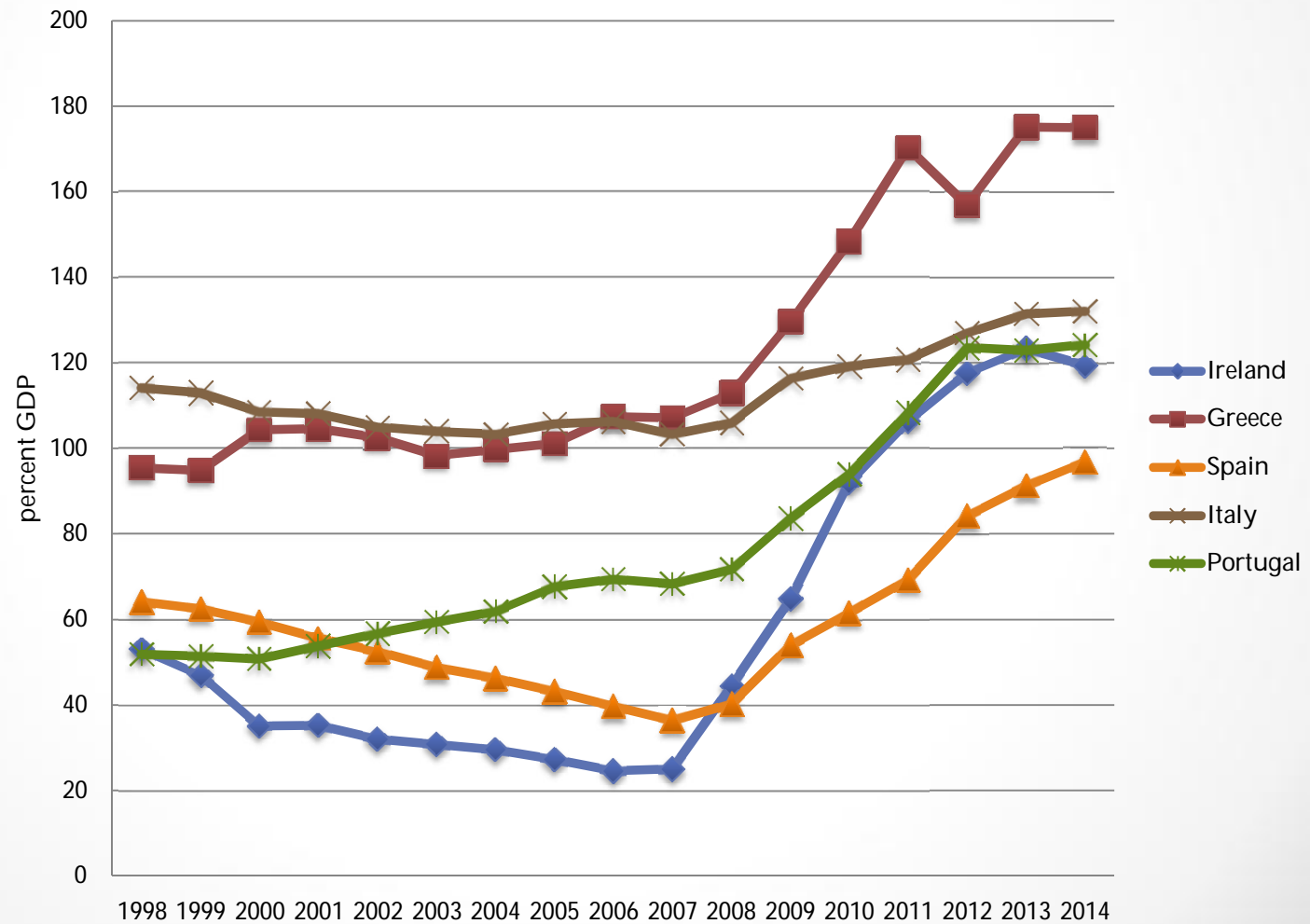
Figure 7: Inflation in US and Eurozone



- Malgré l'austérité
- la capacité des gouvernements de la périphérie de servir la dette ne s'est pas améliorée.
- Au contraire
- L'austérité qui a produit la stagnation a rendu plus difficile de soutenir le poids de la dette.



Gross government debt to GDP ratio



L'avenir de l'euro

...



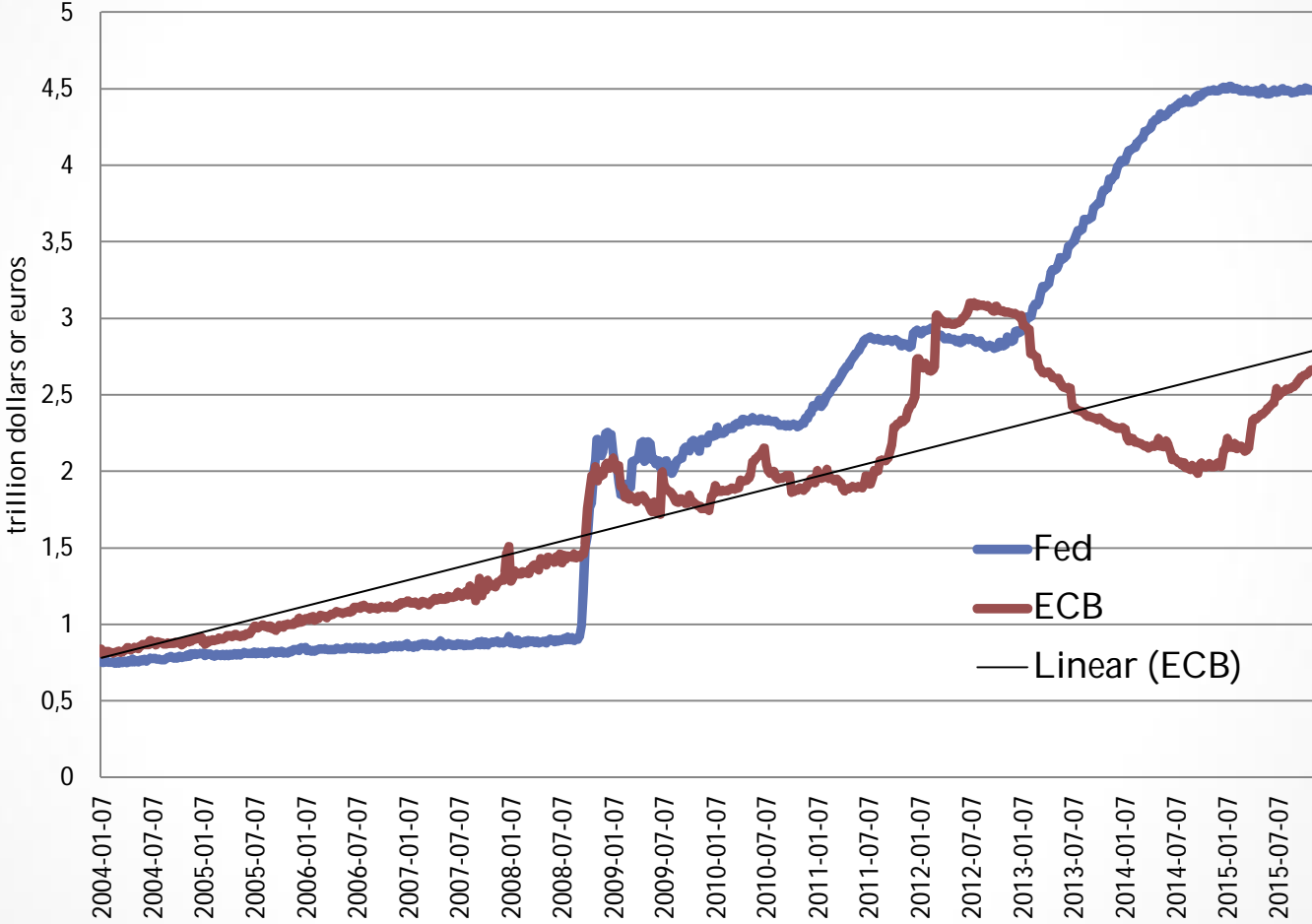
- Le problème du court terme: comment sortir de la stagnation
- Le problème du long terme: comment refaire la gouvernance de l'euro afin de le rendre soutenable à long terme.



Comment sortir de la stagnation

- Le “Policy mix” devrait être :
 - Stimulation monétaire et budgétaire
- La BCE fait sa part depuis 2015 (QE) :
 - Elle a attendu trop longtemps
 - QE nécessaire mais insuffisant
 - A eu effet stimulateur par le marché des changes (dépréciation de l’euro)

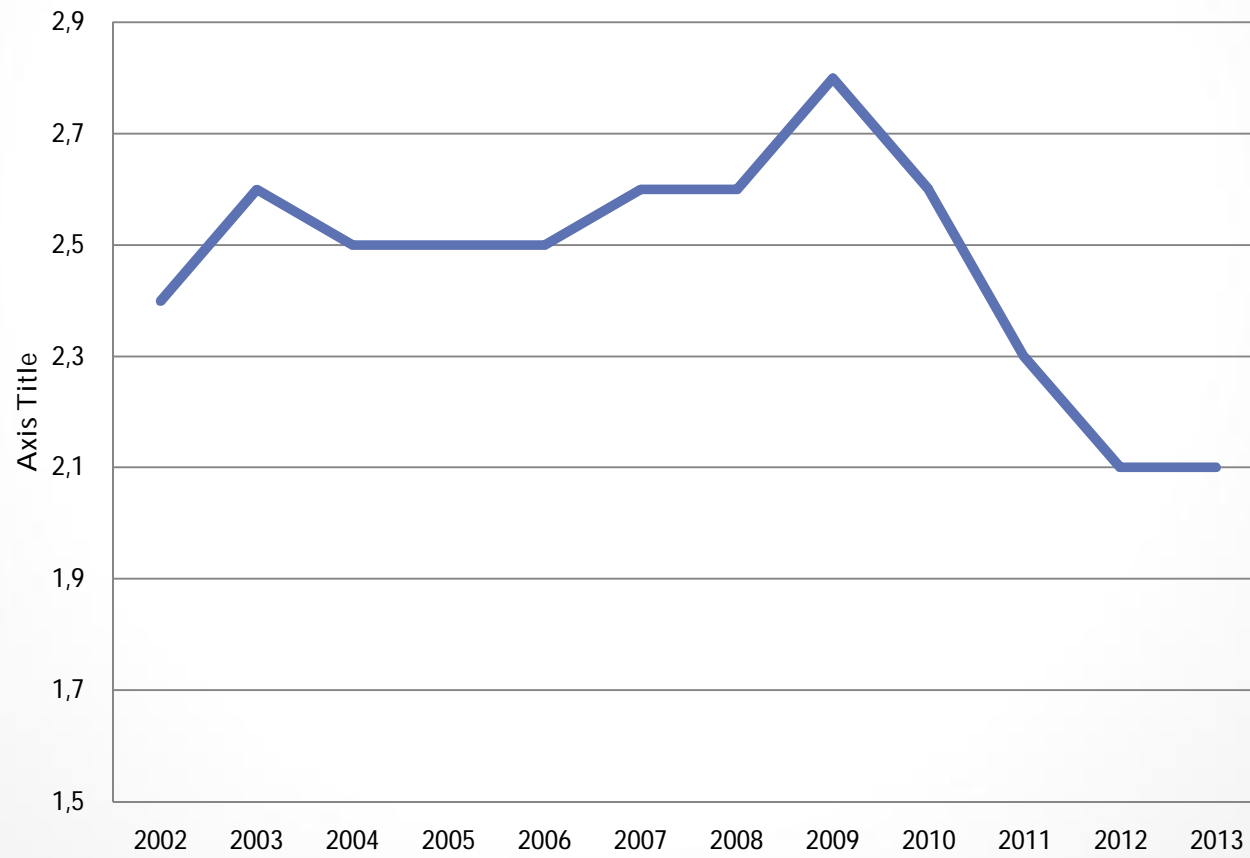
Balance Sheet FED and ECB (2004-15)



- La politique monétaire par elle seule ne peut pas sortir la zone de la stagnation
- Quand l'économie est dans une situation de "liquidity trap"
- l'expansion monétaire doit être complétée par une politique de stimulation budgétaire
- Politique budgétaire doit être axée sur l'investissement public
- qui est victime des politiques d'austérité.



Figure 8: General government gross fixed capital formation (%GDP)



- L'investissement publique fait démarrer la demande à court terme
- Et augmente l'offre à long terme
- Et donc hausse la croissance
- Ceci doit se faire surtout en Allemagne qui emprunte presque gratuitement
- Mais aussi en Belgique, malgré une dette publique de plus de 100% du PIB



Il faut se libérer des dogmes

- Un dogme est: l'équilibre budgétaire
- Celui-ci implique qu'il faut financer l'investissement par les revenus courants
- Aucune entreprise privée bien gérée suit une telle règle
- Si elles le faisaient nous serions toujours au Moyen-Age.
- L'effet de cette règle est que les autorités publiques abdiquent leur responsabilité de réaliser l'investissement dans l'infrastructure, l'énergie et l'environnement.
- Ce qui contribue à diminuer la croissance

- Différence dette brute et nette.
- L'Europe ne s'intéresse qu' à la dette brute.
- Ce qui compte est la dette nette.
- Quand le gouvernement investit dans des actifs productifs et finance cela par l'émission de la dette, la dette nette n'augmente pas.
- Dans la mesure que ces actifs ont un rendement plus élevé que le cout de la dette
- le fardeau de la dette diminuera dans l'avenir.

Problème de long terme

- La zone euro est mal conçue.
- Nouvelle architecture est nécessaire
- En quoi l'architecture actuelle fait défaut?

Les défaillances de l'architecture de la zone euro

1. Asymétrie des chocs et manque d'instruments d'ajustement
2. Les stabilisateurs économiques éliminés au niveau national et absence de stabilisateurs au niveau de la zone euro.
3. Relation toxique entre souverains et banques

Manque de stabilisateurs

- “Lender of last resort” (prêteur de dernière instance) existait au niveau national
 - Pour les banques
 - Pour les souverains.
- L’absence du “lender of last resort” dans les marchés des obligations d’Etat
- fragilise ces marchés.
- et rend possible des crises auto-validantes qui peuvent pousser des pays dans un mauvais équilibre.



Fragilité des marchés d'obligation d'Etat

- Gouvernements dans union monétaire émettent dette dans une monnaie “étrangère”
- Ces gouvernements ne peuvent donner une garantie au détenteurs de la dette qu'ils seront repayés à échéance
- Contraste avec les pays qui émettent leur propre monnaie:
 - Ceux-ci donnent une garantie forte parce qu'il y a une banque centrale qui offrira les liquidités en temps de crise.
 - Il n'y a pas de limites à la capacité d'une banque centrale de créer la monnaie



Crises de liquidités

- Manque de garantie crée le risque de crises de liquidités auto-validantes
- Surtout pendant des récessions
- Forçant les autorités à introduire austérité budgétaire pendant une récession
- Éliminant un autre stabilisateur: le stabilisateur budgétaire
- Les pays sont poussés dans un mauvais équilibre.



Vers une nouvelle architecture de la zone euro

...



Comment refaire la zone euro?

- Rôle de la BCE
- Union politique et budgétaire

Rôle de la BCE

- Dans une union monétaire la banque centrale commune doit reprendre le rôle de “lender of last resort” dans les marchés des titres d’Etat
- En promettant d’acheter de façon illimitée en temps de crise

BCE a accepté ce rôle en 2012

- Le 6 septembre la BCE annonce qu'elle est prête à acheter des montants illimités d'obligations d'Etats en temps de crise.
- Programme "Outright Monetary Transactions" (OMT)
- Succès spectaculaire

- Cette annonce a sauvé la zone euro
- sans que la BCE ait du acheter un euro de titres d'Etat dans le cadre du OMT
- BCE a attendu trop longtemps pour contrer la déflation.
- Elle le fait seulement en janvier 2015 avec le programme QE.

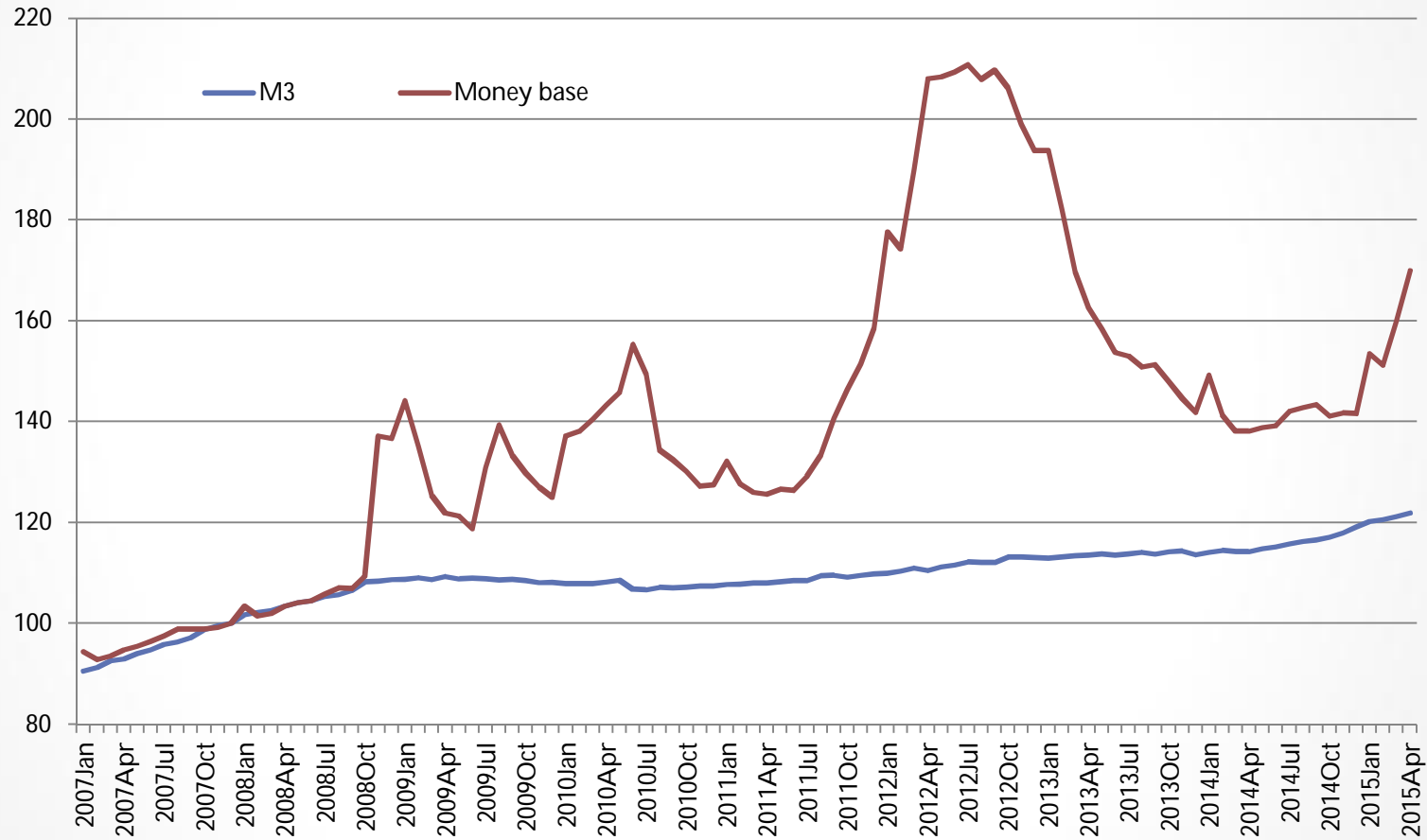


La critique du OMT

- Critique
 - Risque d'inflation
 - Hasard moral

Risque d'inflation: Money base and money stock (M3) in Eurozone

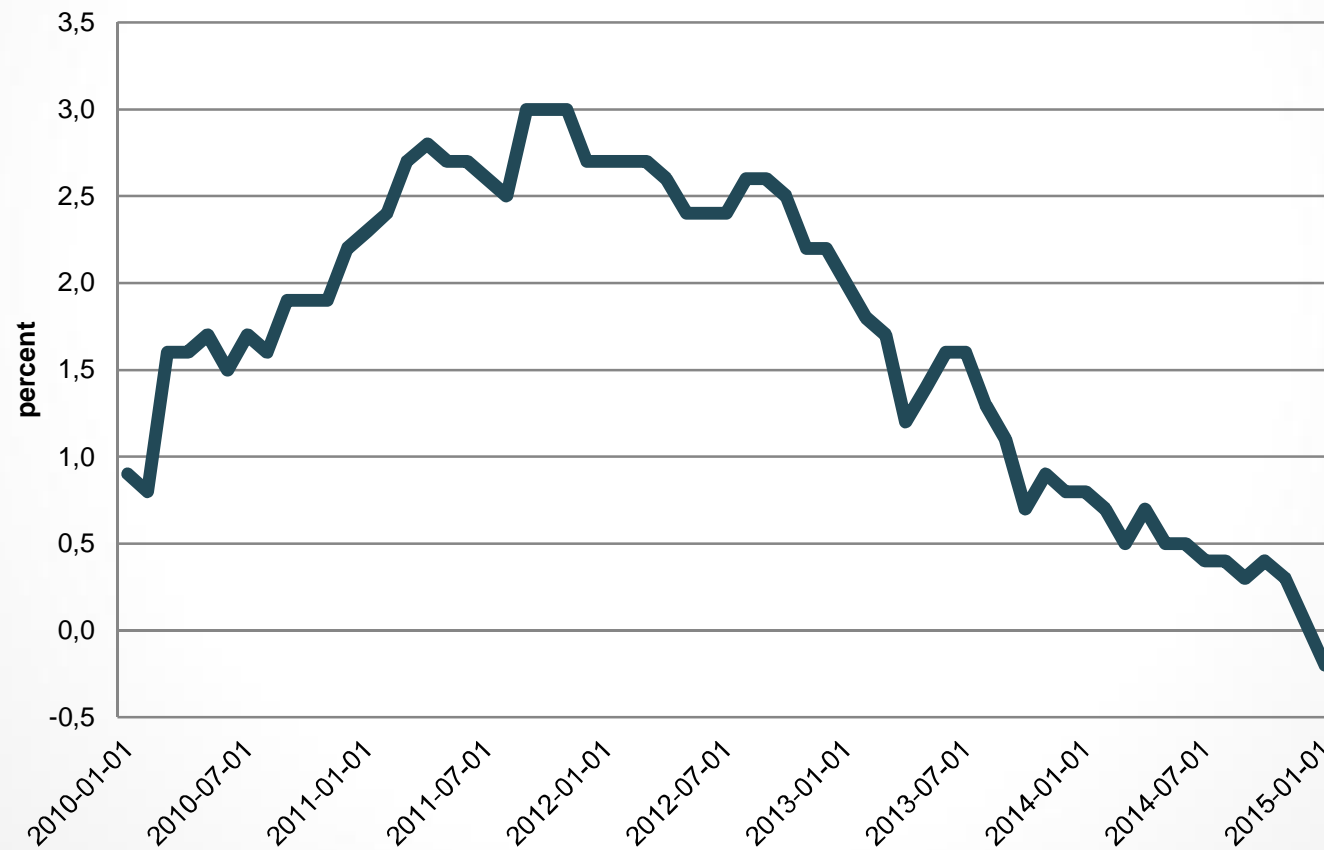
2007 December=100



• Source: European Central Bank, •

Risque de déflation

Figure 7: Inflation in Eurozone



Hasard moral

- Comme dans chaque assurance il y a risque de hasard moral
- En promettant les liquidités en temps de crise les autorités publiques seront tentées d'émettre trop de dette
- C'est le même risque dans le secteur bancaire.
- Ce n'est pas une raison pour la banque centrale de ne pas donner une garantie aux banques et aux souverains.
- Comment résoudre le risque de l'hasard moral?
- Métaphore d'un incendie



Théorème de la séparation

- Il faut séparer
 - la provision de liquidités
 - Contrôle du risque
- BCE est responsable de la provision de liquidités en temps de crise. Celle-ci doit être illimitée et inconditionnelle
- Une autre institution (la Commission Européenne) est responsable pour le contrôle: pacte de stabilité.
- Cela ne peut se faire que dans le contexte d'une union politique ou les pays transfèrent une partie de leurs souverainetés aux institutions européennes.

Vers l'union politique

Composante la plus importante de cette union est l'union budgétaire



Union budgétaire a deux dimensions

1. Consolidation des dettes nationales.

- Une autorité commune émet la dette commune dans une monnaie sous son contrôle
- Ceci élimine les mouvements de capitaux dans l'union qui déstabilisent le système
- et protège les membres de l'union d'être poussés dans l'illiquidité et le défaut .
- Ceci restaure l'équilibre du pouvoir entre l'Etat et les marchés.



2. Un système d'assurance

- Un mécanisme qui transfère des ressources vers les pays qui connaissent des contretemps économiques
- Ici aussi un problème de "hasard moral" existe auquel il faudra faire face.
- Ceci est un problème de chaque système d'assurance.



Fatigue d'intégration

- La volonté d'aller vers l'union budgétaire et politique est devenue très faible en Europe.
- Ce manque de volonté continuera à fragiliser la zone euro.

Conclusion

- Le succès à long terme de la zone euro dépend d'un processus continue vers l'union politique.
- L'unification politique est nécessaire parce que la zone euro a diminué de façon dramatique
 - Le pouvoir et la légitimité des états nationaux.
 - Sans créer une nation au niveau européen.
- Ceci n'est pas soutenable
- La crise de l'euro n'est pas terminée •