

22 septembre 2010

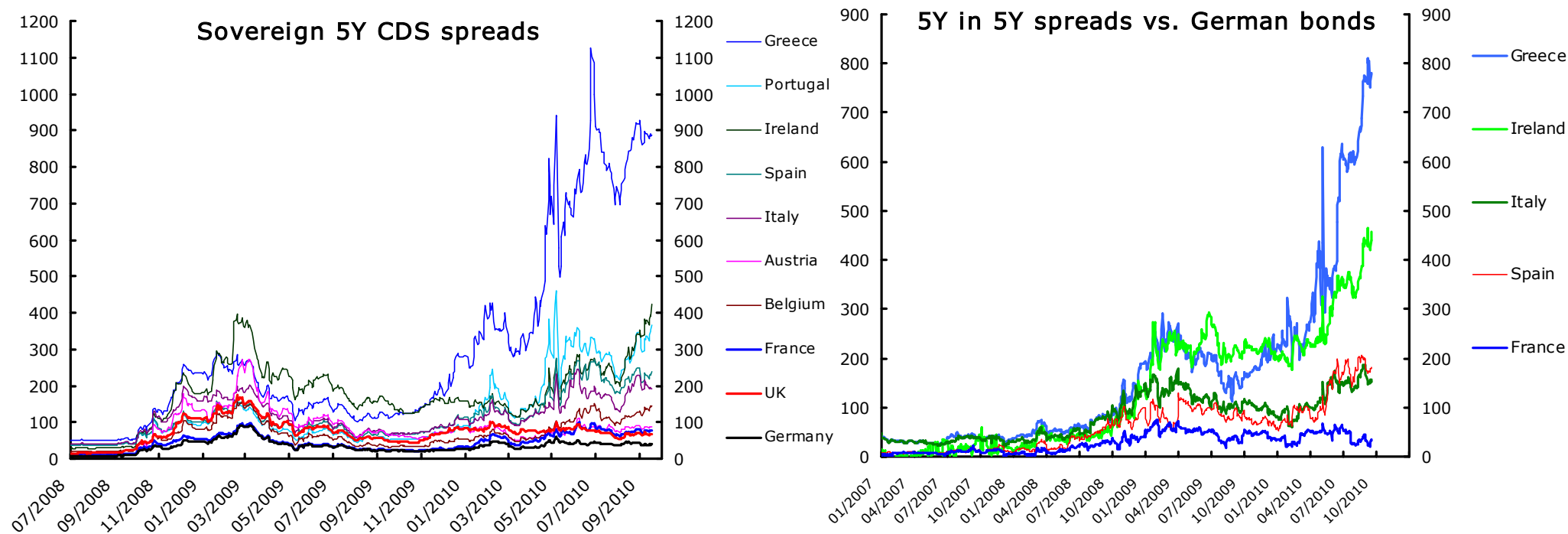
# L'Europe: crise et institutions

## Conférence du CEPII: L'économie mondiale 2011

Remarques d'Eric Chaney  
Chef économiste du Groupe AXA

## Enfin, les repas gratuits coûtent très cher

- Durant les neuf premières années de l'euro, le risque de crédit sur les dettes souveraines était négligé.
- Aujourd'hui, le prix de marché des bons grecs à 10 ans est à peine 10% de celui des bons allemands



- L'excès de complaisance des marchés a probablement laissé la place à un excès de défiance
- Une façon brutale mais claire de traduire cette défiance:

**A part l'Allemagne, aucun des états de la zone euro n'émet dans sa propre devise. Choquant?**

## Une expérience mentale

- Dire que seule l'Allemagne émet dans sa devise nationale n'est pas si choquant que cela, si on envisage plusieurs 'états du monde'
- Imaginons qu'un jour les électeurs allemands concluent que la valeur présente du coût de l'euro excède celle de ses bénéficiaires ( $H^0$ )
- Il n'est pas évident d'anticiper la composition de l'hypothétique zone 'nouveau mark'
- Exemple: les prix de marché indiquent que la France en ferait partie. Mais en l'absence de réforme en profondeur des règles budgétaires françaises, on peut s'interroger sur la capacité que la Banque de France aurait de défendre le 'nouveau franc'
- Finalement, tant que la gouvernance de la zone euro ne permet pas de rejeter  $H^0$  avec un degré raisonnable de certitude, mieux vaut ne pas écarter cette hypothèse

## Le triple NIET qui fragilise l'euro

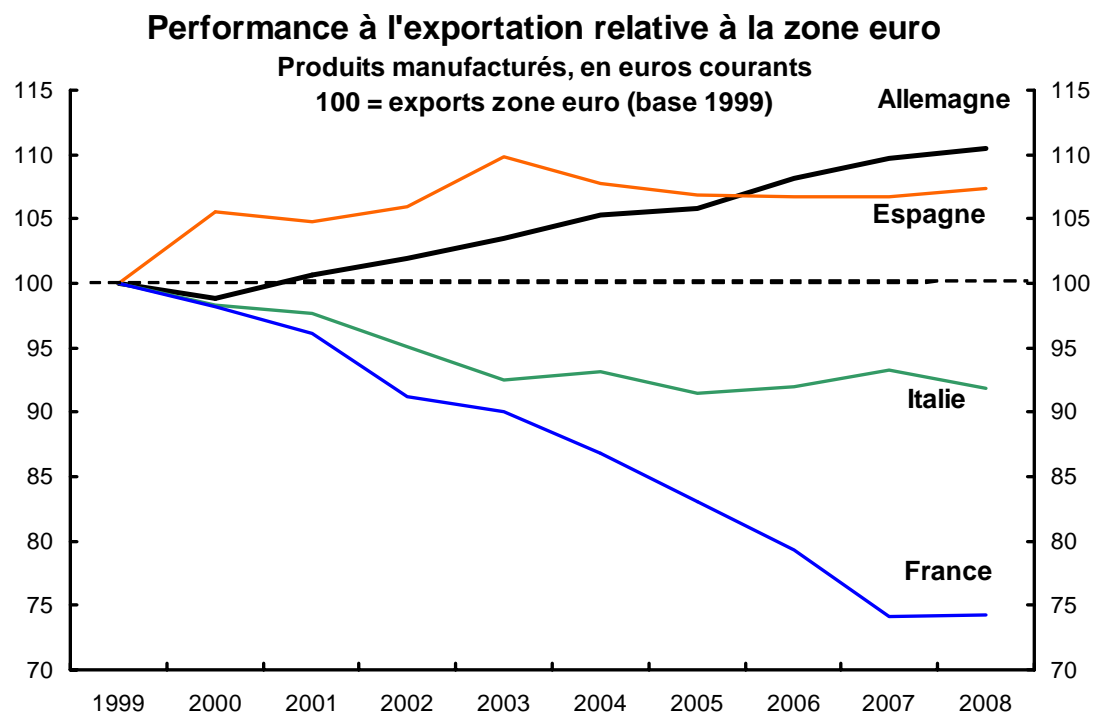
- Jusqu'en février 2010:
  - Fédéralisme fiscal: NIET 1
  - Bailout: NIET 2
  - Sanctions: NIET 3
  
- NIET 1 est toujours aussi solide. C'est le point de vue des peuples.
- NIET 2 a été soumis au principe de réalité et n'a pas résisté (approche probabiliste)
- NIET 3 est indispensable pour que NIET 2 soit amendé sans toucher à NIET 1 (démonstré par Athènes)
  
- Résoudre le 'triple NIET': nécessaire pour rendre pérenne la zone euro, mais pas suffisant

## Deux options pour 'durcir' la zone euro

- Option 1 (proposée par l'Allemagne): réformer et élargir le contenu du Pacte de Stabilité
  1. Sanctions pour les politiques budgétaires aventureuses, avantages pour les prudentes
  2. Un mécanisme formel de soutien aux pays en difficulté (crise de liquidité), y compris possibilité de restructurer la dette (crise de solvabilité)
  3. Une procédure de divorce coûteuse mais civilisée pour les pays qui souhaitent quitter l'euro
  
- Option 2: des règles budgétaires nationales (renationalisation des politiques budgétaires)
  1. La stabilité budgétaire à LT doit être garantie constitutionnellement (cohérence temporelle)
  2. De nombreux pays l'ont fait, l'Allemagne étant le plus récent
  3. On peut faire le parallèle avec la stabilité des prix, objectif depuis longtemps 'externalisé'
  
- Les deux options ne sont pas exclusives
- Progresser sur l'un et/ou l'autre front prendra beaucoup de temps
- En attendant, les marchés ne rejeteront pas H<sup>0</sup>

## Restera le plus difficile: réduire les incompatibilités structurelles

- D'où viennent les malheurs de l'Espagne?
- Explication courante: inflation (relative) qui a réduit le taux d'intérêt réel espagnol (relatif) et carbonisé la compétitivité (relative à l'Allemagne). D'où bulle et double gueule de bois

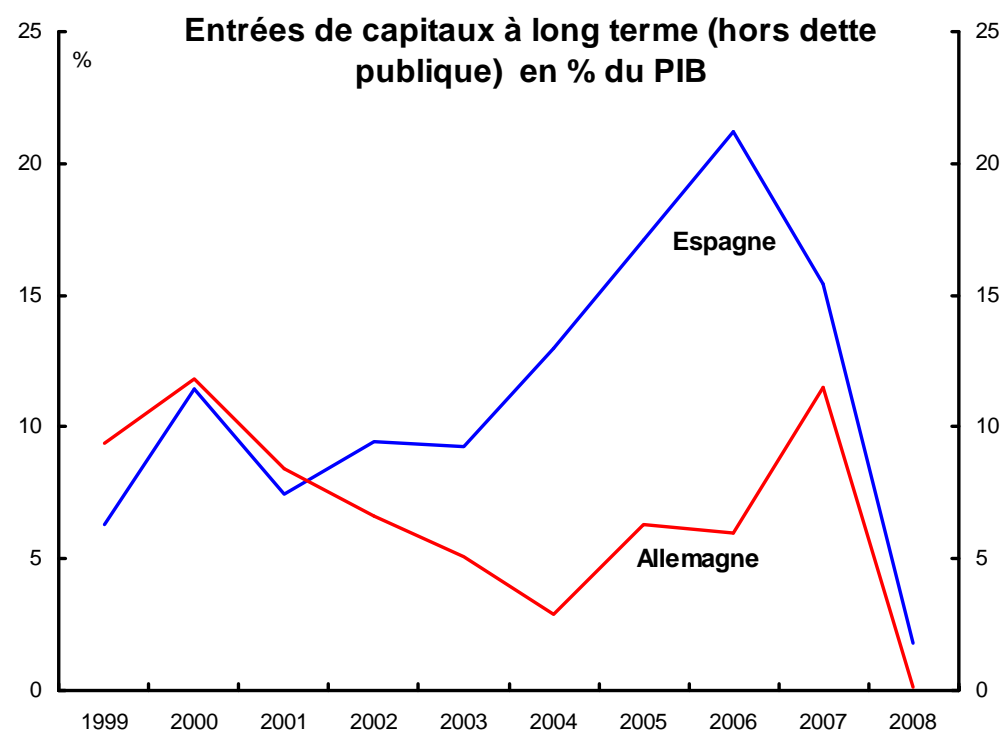
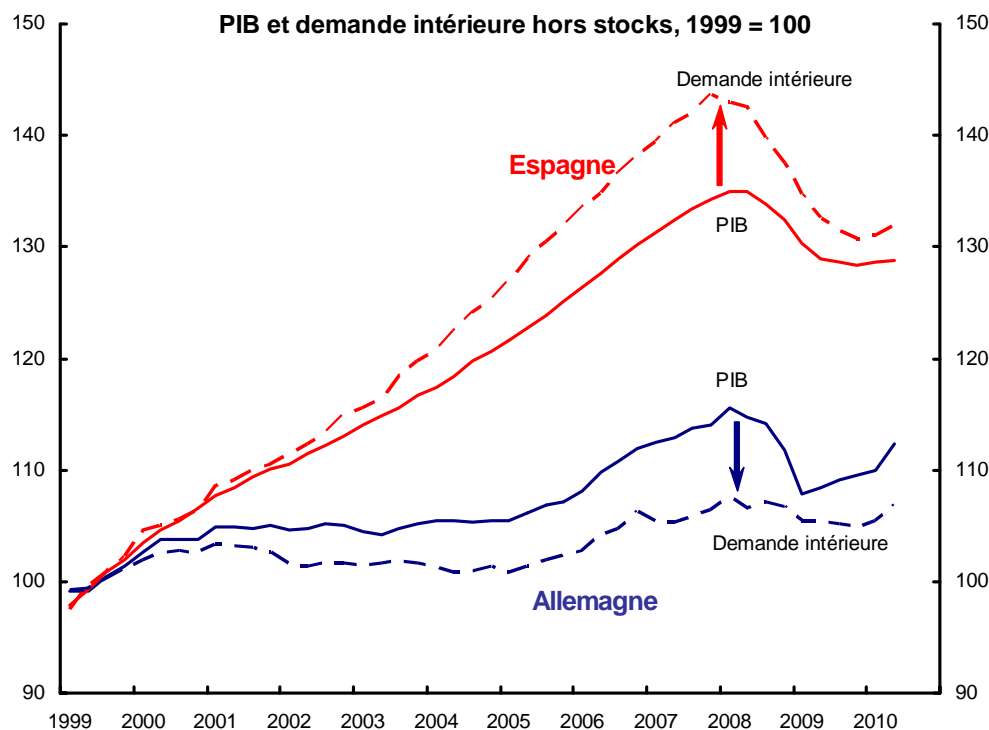


Source: Eurostat (SITC 5 à 8)  
AXA IM Research

- Pas très convaincant: les performances à l'export de l'Espagne sont honorables, et le coût d'une heure de travail dans le secteur manufacturier y est moitié moindre de ce qu'il est en Allemagne.

# Incompatibilités entre marchés du travail, immobilier, des capitaux...

- Excès de demande intérieure en Espagne, demande intérieure plate en Allemagne
- Fortes entrées de capitaux à long terme en Espagne, faibles en Allemagne



- **Partager la même devise tout en rejetant le fédéralisme fiscal implique très probablement de briser quelques tabous du principe de subsidiarité.**

Source: Datastream, AXA IM Research