



L'Europe face à la crise économique et financière

Benoît Cœuré (École polytechnique)

Centre d'excellence Jean Monnet

Rennes, 26 janvier 2009



Plan

- 1. La crise financière et sa transmission à l'Europe**
- 2. Les réactions de politique économique européennes**
- 3. Six leçons pour la gouvernance économique de l'Europe**



Les trois phases de la crise

■ **Phase I** (printemps/automne 2007)

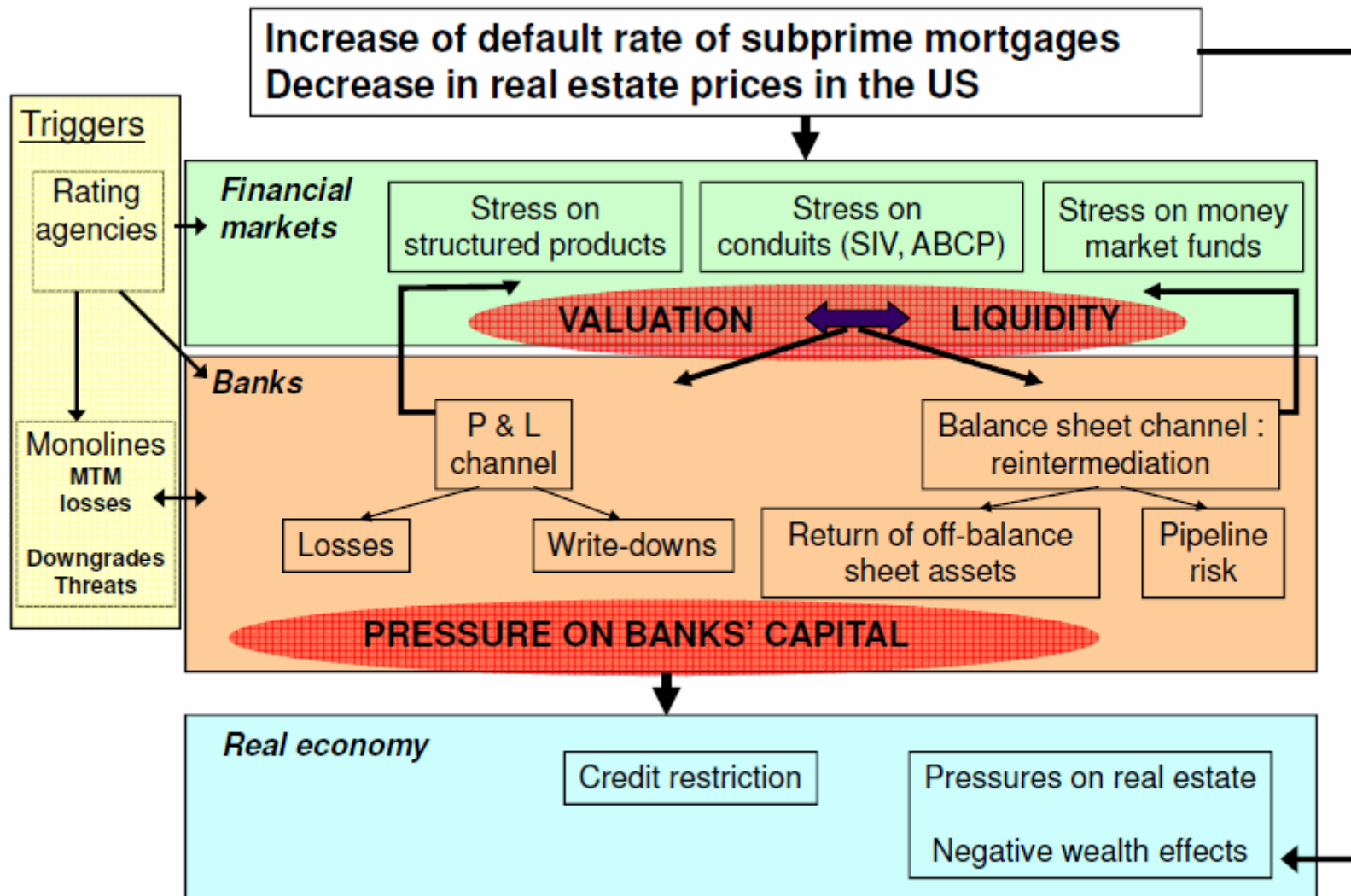
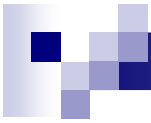
- La crise de confiance dans le marché hypothécaire américain gagne progressivement l'ensemble des produits titrisés et déclenche, début août, une crise de liquidité sur le marché interbancaire


■ **Phase II** (automne 2007/automne 2008)

- La crise de liquidité se transforme progressivement en une crise de solvabilité des grandes banques les plus exposées aux produits titrisés et/ou les plus dépendantes des financements de court terme
- La faillite de la banque Lehman Brothers précipite la crise de confiance dans l'ensemble du système financier

■ **Phase III** (automne/hiver 2008)

- La crise de confiance gagne l'économie réelle et, combinée à la contraction du crédit, précipite les pays industrialisés dans la récession



 = Contagion channels

Source: Banque de France



Comment en est-on arrivé là ?

■ Explications *macro-économiques*

- Les déséquilibres globaux (excédent des paiements des pays d'Asie, déficit des paiements américains), l'absence d'ajustement de certains taux de change et des taux d'intérêt américains durablement bas ont permis aux États-Unis d'entretenir un modèle de croissance fondé sur l'endettement et une innovation financière repoussant sans cesse les limites de l'emprunt.
- Ce modèle n'était pas viable et tout le monde le savait

■ Explications *micro-économiques*

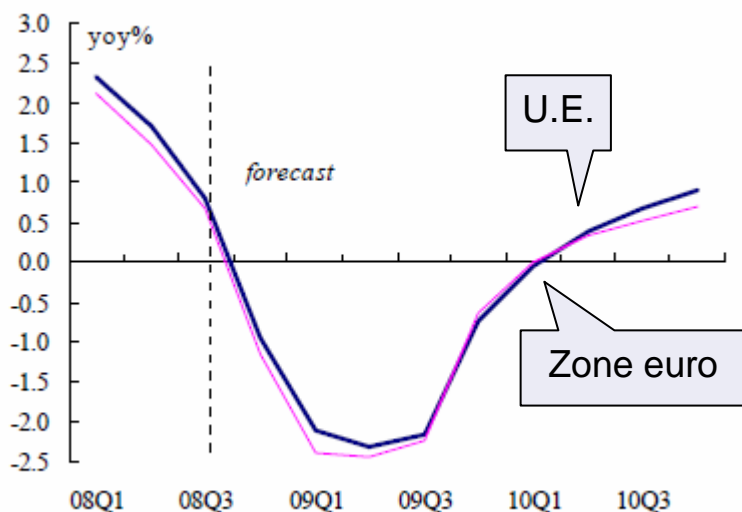
- Incitations perverses au sein des institutions financières (ex. systèmes de rémunération favorisant la prise de risque et la court-terme)
- Absence de régulation ou régulation insuffisante de pans entiers du système financier (banques d'investissement, véhicules externalisés de refinancement des banques)
- Normes comptables et prudentielles contribuant à la « procyclicité » du système financier, c'est-à-dire aggravant la situation en cas de crise

→ L'Europe a-t-elle sa part de responsabilité ?

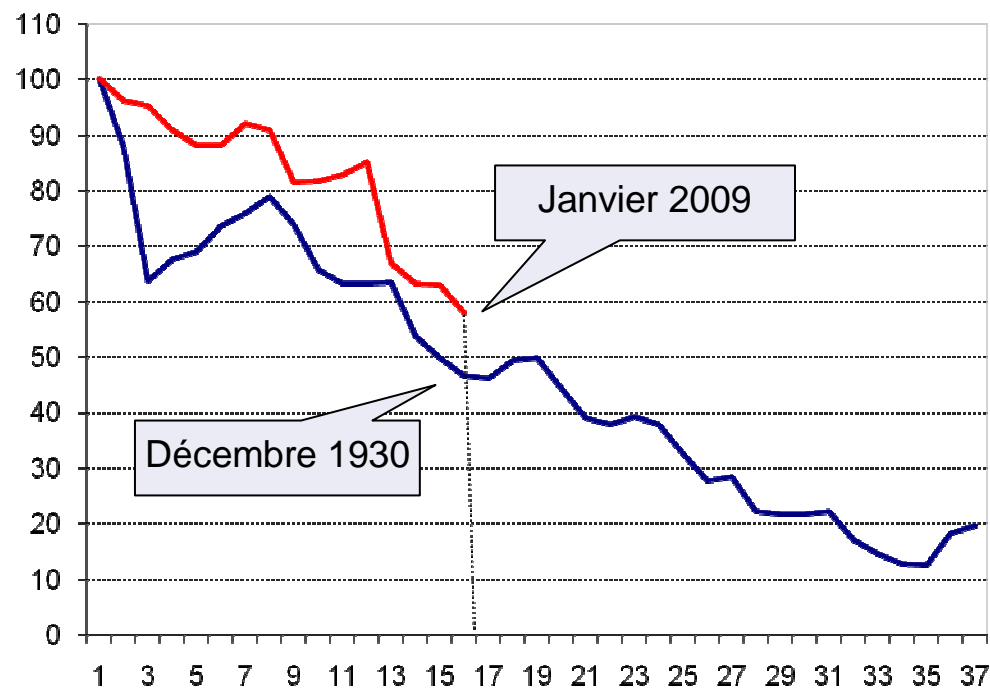
- L'Europe a mené des politiques macroéconomiques prudentes : son compte courant était équilibré, sa politique monétaire conservatrice
- Mais l'U.E. a contribué avec les autres grandes économies à construire un environnement réglementaire pro-cyclique (ex: Bâle II, normes IFRS)
- Les banques européennes, à des degrés divers, ont participé à l'aveuglement collectif

Résultat : la récession la plus profonde depuis 1929, en Europe comme ailleurs

Prévisions de la Commission européenne, janvier 2009



Jusqu'où ?... Comparaison des crises de 1929 et 2007 (indice Dow Jones)



Source : Bloomberg.



Des difficultés financières aiguës dans certains États membres ou États voisins de l'U.E.



Ukraine

- Aide de 16,4 Mds\$ du FMI le 5/11/2008



Hongrie

- Aide de 20 Mds€ dont 12,5 Mds€ du FMI et 6,5 Mds€ de l'U.E. le 6/11/2008



Islande

- Aide de 2,1 Mds\$ du FMI le 2/12/2008



Lettonie

- Aide de 7,5 Mds€ dont 1,7Mds€ du FMI, 3,1 Mds€ de l'UE. et 1,8 Mds€ des pays scandinaves le 19/12/2008

■ Biélorussie, Serbie

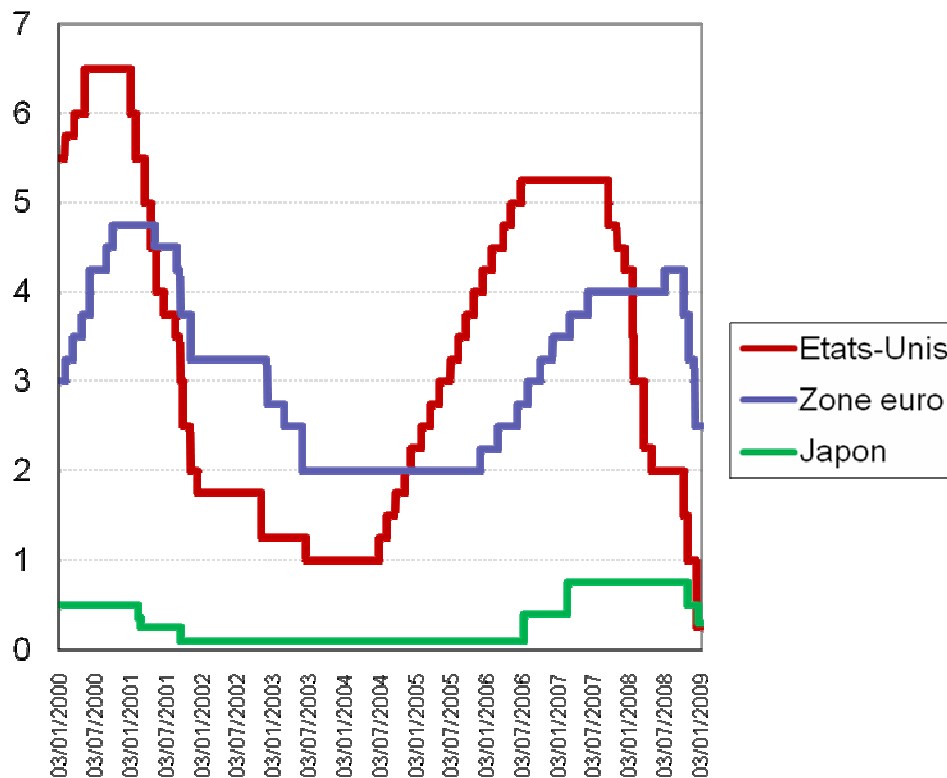
- Aides de 2,5 Mds\$ et 402 M€ du FMI le 12/1 et le 16/1/2009



1. **La crise financière et sa transmission à l'Europe**
2. **Les réactions de politique économique européennes**
3. **Six leçons pour la gouvernance économique de l'Europe**

Une action déterminée de la BCE

Taux d'intérêt directeurs



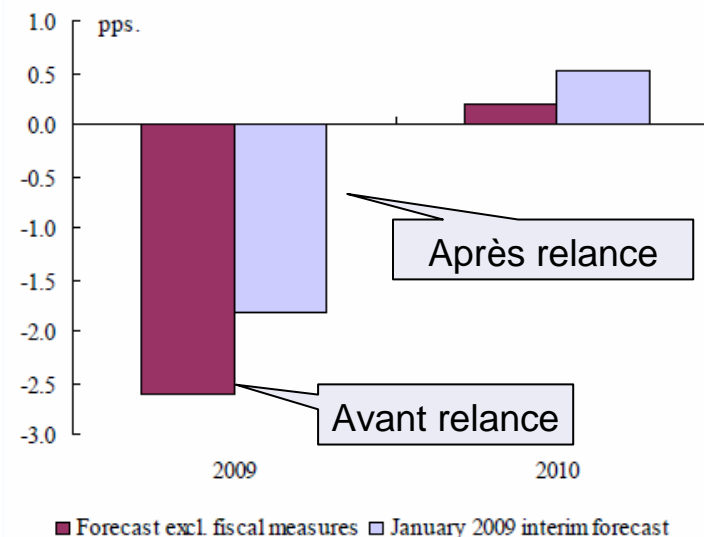
Source : Ecowin.

- Mesures prises par la BCE pour rétablir le fonctionnement du marché interbancaire en euro :
 - Intervention dès début août 2007
 - Refinancement des banques passé de 450 Mds€ avant la crise à près de 1000 Mds€
 - Appels d'offre à taux fixe et sans limitation de taille (précédemment à taux variable, sous forme d'enchères)
 - Allongement de la durée des prêts
 - Accords d'échange de liquidités en devises (*swap*) avec la Fed et la BNS
 - Elargissement de la liste des créances prises en garantie (« collatéral »)
 - Baisse répétée des taux directeurs

Une relance budgétaire coordonnée

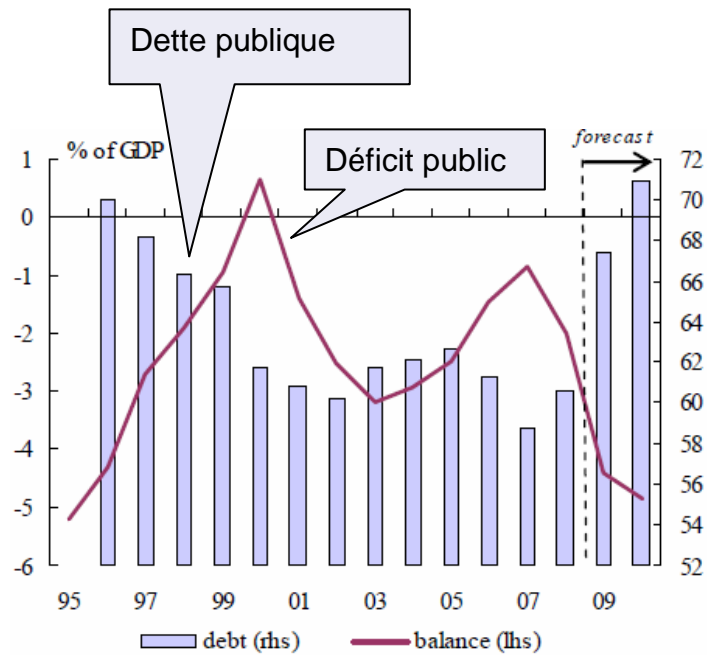
- Plans de relance annoncés par les États membres de l'UE à la fin 2008
 - Environ 200 Mds€ soit 1,5% du PIB de l'UE en 2009, selon la Commission
 - Philosophie : mesures rapides, temporaires et ciblées (*TTT: Timely, Temporary, and Targeted*)
- Paquet européen en faveur des entreprises
 - 30 Mds€ de prêts de la BEI aux PME contre 20 Mds€ habituellement)
 - Accélération des projets transeuropéens (5 Mds€ dans l'énergie et les télécoms)
- Plan de relance français (4/12/2008) : 26 Mds€ soit 1,3 % du PIB
 - 11,6 Mds€ de soutien à la trésorerie des entreprises
 - 10,5 Mds€ d'investissement public
 - 2 Mds€ pour le logement et l'automobile et 2 Mds€ pour l'emploi et les ménages modestes (via le RSA)
 - Impact sur la croissance évalué par le gouvernement à 0,6 point de PIB en 2009

Impact des plans de relance sur la croissance européenne



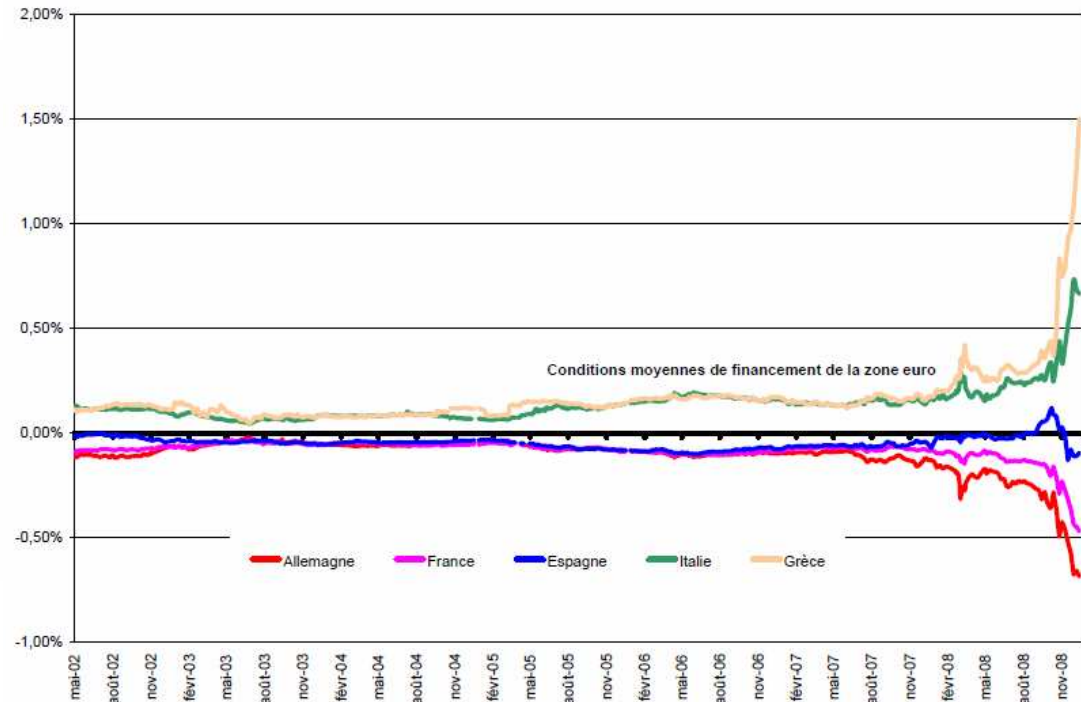
Source : Commission européenne.

Des perspectives budgétaires dégradées et des tensions sur le financement de certains États



Source : Commission européenne.

Coût moyen de financement par rapport à la moyenne de la zone euro



Source : Agence France Trésor.



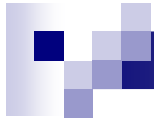
Des mesures de soutien aux institutions financières dans tous les grands pays européens

- Des principes au niveau européen ...
 - Engagement des ministres des finances en octobre à « *soutenir tout établissement bancaire européen d'importance systémique* »
 - Augmentation à 50 000€ du plancher de garantie des dépôts dans tous les États
 - Doctrine d'emploi des recapitalisations et des garanties publiques, notamment au regard des règles de concurrence
- ... mais des réponses nationales dispersées
 - Garantie directe du financement des banques au Royaume-Uni, pas en France
 - Peu de coordination des annonces nationales
- Le plan français
 - Pas de garantie des emprunts interbancaires
 - Renforcement des fonds propres des banques françaises et entrée au capital en cas de difficulté (*Société de Prise de Participations de l'État*, dotée de 40 Mds€)
 - Prise de participation à hauteur de 1 Md€ dans Dexia
 - 10,5 Mds€ de souscriptions de quasi-fonds propres
 - Refinancement du crédit à moyen-terme (*Société de Financement de l'Économie Française* garantie par l'État à hauteur de 265 Mds€)
 - Recyclage de 17 Mds€ d'épargne réglementée pour le financement des PME



Une accélération des travaux européens sur la régulation financière

- Travaux lancés dès avant la mi-2008
 - Au niveau européen, « feuille de route » de l'ECOFIN de novembre 2007
 - Au niveau international, plan d'action du Forum de stabilité financière d'avril 2008
- Accélération sous présidence française
 - Enregistrement et régulation des agences de notation
 - Renforcement de la coopération entre autorités européennes de supervision (comités de régulateurs dits « de niveau 3 » CESR/CEBS/CEIOPS)
 - Renforcement de la supervision des groupes transfrontières
 - Poursuite de la révision de la directive « CRD » sur les exigences de fonds propres et accord sur la directive « Solvabilité II » sur les assurances
- Position européenne commune au sommet du G20 du 15/11/2008, coordonnée par la présidence française :
 - Principe selon lequel « *toute institutions financière, tout marché et tout produit doit être supervisé ou régulé* »
 - Surveillance des agences de notation
 - Revue des normes comptables et prudentielles pour limiter la pro-cyclicité du système financier
 - Relance mondiale coordonnée
 - Renforcement du poids des pays émergents dans la gouvernance mondiale



1. **La crise financière et sa transmission à l'Europe**
2. **Les réactions de politique économique européennes**
3. **Six leçons pour la gouvernance économique de l'Europe**



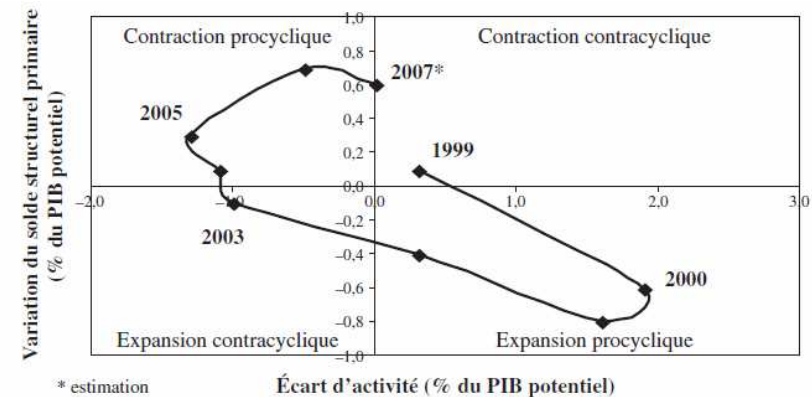
Leçon n°1. Une banque centrale qui sort renforcée de la crise

- Depuis 1999, la BCE s'est affranchie de l'héritage de la Bundesbank
 - Le « premier pilier » monétariste a été mis au second plan
 - L'objectif d'inflation a été modifié de [0,2%] à ~2% par an
- La gestion par la BCE de la crise du marché interbancaire a été unanimement saluée, y compris en comparaison avec la Réserve fédérale américaine
- La prudence qui était reprochée à la BCE est maintenant reconnue comme une vertu
- Mais l'euro demeure un exemple unique dans l'histoire de monnaie sans assise politique
 - Comment préserver en temps normal la cohésion dont la banque centrale et le pouvoir public ont su faire preuve face à la crise ?
- Le refus de l' « activisme monétaire » par la BCE contraste avec la philosophie de « gestion de risque » de la *Fed*
 - Ex: débat actuel sur la politique de taux d'intérêt zéro

Leçon n°2. La nécessité d'un *policy-mix* réactif

- La politique budgétaire a joué un rôle pro-cyclique depuis 1999 dans la zone euro
 - Dans une union monétaire, la politique budgétaire nationale est un instrument essentiel de la politique économique
 - Mais faute d'avoir été assainies quand la croissance était forte, les politiques budgétaires des grands pays n'ont pu remplir leur rôle
- Comment remédier à cette situation ?
 - La situation budgétaire globale de la zone euro devrait être pilotée par l'Eurogroupe, en lien avec la politique monétaire
 - L'Eurogroupe doit être renforcé, dans l'esprit des dispositions du traité de Lisbonne

Politique budgétaire discrétionnaire dans la zone euro, 1999-2007



Source : Bénassy-Quéré, Coeuré, Jacquet et Pisani-Ferry (2009).



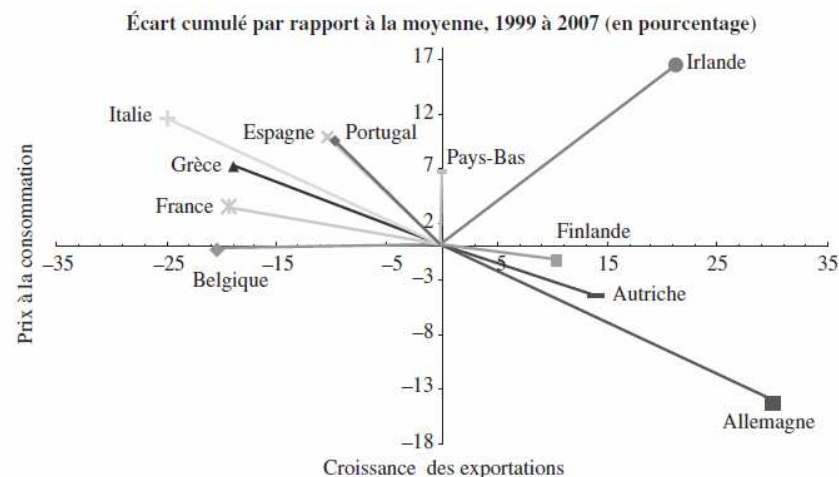
Leçon n°3. Repenser le Pacte de stabilité et de croissance

- Les deux piliers du PSC
 - Prévention = programmes de stabilité pluriannuels, objectif d'équilibre à moyen terme
 - Répression = avertissement puis sanction si déficit public / PIB > 3%
- L'évolution du PSC
 - Dès 1997, les critères ont été sollicités pour former une zone euro large, avec les pays du Sud
 - Entre 2001 et 2004, les grands pays ont maintenu des déficits supérieurs à 3%, allant jusqu'à « suspendre » le PSC
- Ce que les économistes lui reprochent
 - Sa *rigidité*, son *uniformité*, son caractère *procyclique* (pas d'incitation vertueuse en haut de cycle)
 - L'accent mis sur le déficit au détriment de la dette et de la situation patrimoniale des États
- La réforme de 2005 du PSC
 - Une mise en œuvre différenciée par pays, plus souple en bas de cycle
 - Plus d'accent sur la qualité de la dépense et sur la viabilité des finances publiques
- Comment gérer la sortie de crise après 2010 ?
 - La réforme de 2005 n'a pas été réellement testée
 - Après les plans de relance de 2008/2009, la sortie de crise sera difficile compte tenu de la situation dégradée des finances publiques
 - La question des engagements « hors-bilan » des États (garanties) va devenir cruciale

Leçon n°4. Repenser la coordination des politiques économiques

- 1999-2009 : un constat de divergence
 - La convergence nominale de 1997 était factice
 - Les hétérogénéités de taux de croissance sont durables
 - Les taux d'intérêt réels ont *amplifié* les écarts de croissance
- Peu d'instruments d'ajustement dans la zone euro
 - La mobilité du travail est faible
 - L'ajustement par les prix et les salaires relatifs est possible (ex: Allemagne), mais très lent
 - Les pays en déséquilibre des paiements courants sont condamnés à un ajustement lent et socialement coûteux
- Repenser la coordination des politiques économiques et les instruments de solidarité au sein de l'U.E. et de la zone euro
 - Cf. réponse aux crises en Europe de l'Est et inquiétude des marchés sur certains pays (Grèce, Irlande, Espagne)

Divergences de compétitivité dans la zone euro



Source : Bruegel.



Leçon n°5. Renforcer la surveillance des marchés et des institutions financières

- Des progrès importants ont été faits pour renforcer la coopération entre régulateurs et la surveillance des groupes européens
- La crise financière repose la question de l'organisation de la régulation financière
 - Autorité de régulation unique, comme au Royaume-Uni, ou modèle « dual » surveillance des marchés/surveillance des institutions financières, comme en France
 - Rôle des banques centrales dans la stabilité financière
- La question de l'architecture européenne de la régulation (régulateur bancaire unique ?) n'est plus à l'ordre du jour mais sera posée à nouveau

Leçon n°6. Saisir l'occasion de renforcer le rôle de l'Europe dans la gouvernance économique mondiale

Taille et degré d'ouverture : comparaison UE/Etats-Unis

SIZE	EU25	US	OPENNESS	EU25	US
MACROECONOMICS					
Share of world GDP (current US\$)	30	28			
Share of world GDP (PPP)	20	20			
TRADE					
Share of world trade*	18.1	16.7	Trade as a share of GDP*	19.2	20.8
ENERGY					
Energy consumption	16.8	21.6	Share of imports in energy consumption	72.1	42.2
ENVIRONMENT					
CO2 emissions	15.5	22.9			
DEVELOPMENT					
Share of official development assistance	52	26	Share of ODA in GDP	0.41	0.22
FINANCE					
Share of world financial markets**	22	46.9	Share of foreign assets in total holdings***	33.1	10.2
MIGRATION					
Share of world immigration****	20.9	20.2	Share of foreign-born in population*****	8.6	12.9

Source: IMF, Eurostat, IEA, OECD, World Federation of Exchange, BIS, WDI, CIPS.

(* Intra-EU25 trade excluded; (**) Sum of stock market capitalisation and domestic debt securities issued by the private sector; (***) Intra-EU25 foreign asset holdings excluded; (****) Share of world foreign-born population; intra-EU25 migration not excluded; (***** Intra-EU25 migration not excluded.

Source : Coeuré et Pisani-Ferry, 2007.

L'Europe, « puissance fragmentée » : répartition des compétences et processus de décision sur les questions économiques internationales

	Trade	Competition	Financial markets	Development
<i>Sector homogeneity</i>	Medium	High	Low	High
<i>Competence assignment</i>				
<i>Competence</i>	EU exclusive for goods, shared for services and investment	Exclusive EU competence (above threshold)	Shared competence	Specific EU policy alongside (and "complementary to") MS policies
<i>Legal basis for EU competence</i>	Explicit (Art. 133)	Explicit (Art. 81sq)	Implied based on single market competence	Explicit (Art. 177)
<i>Clarity</i>	High for goods	High	Low	High
<i>Governance</i>				
<i>Number and nature of international agreements</i>	High, multilateral, regional and bilateral	Low, bilateral	High, multilateral and bilateral	High, multilateral and bilateral
<i>Decision regime</i>	Mostly QMV	Does not apply	QMV	QMV
<i>External representation</i>	Commission on basis of Council mandate	Commission	Commission and MS	Commission and MS
<i>Delegation/coordination mechanism</i>	Supervised delegation to Commission	Unconditional delegation to Commission/some coord. via ECN	Coordination	Mix of supervised delegation to Commission and coordination
<i>Implementation mechanism</i>	Common customs policy (goods) and EU directives (services)	Direct implementation of EU policy by Commission	EU Directives	Direct implementation of EU policy by Commission

	Migration	Energy	Environment	International macro/money
<i>Sector homogeneity</i>	High	Low	Low	High
<i>Competence assignment</i>				
<i>Competence</i>	MS but Commission has initiative. Also visa policy coordination in Schengen space	Shared competence	Shared competence (except marine biological resources, which are exclusive EU competence)	EU exclusive for money & exchange rates (euro area). MS in other fields
<i>Legal basis for EU competence</i>	Explicit (Art. 61) derived from free movement of persons	Implied except for nuclear energy (EAEC Treaty, Art. 101-106)	Implied based on Treaty provision on environment protection (Art. 174)	Explicit for exchange rates (Art. 111), implied for coordination (Art. 99)
<i>Clarity</i>	High	Low	Low	High
<i>Governance</i>				
<i>Number and nature of international agreements</i>	Low, bilateral	High, bilateral	High, multilateral	Low, multilateral
<i>Decision regime</i>	Unanimity, possibility of QMV	QMV for internal market	QMV	QMV for X rates (but does not apply)
<i>External representation</i>	Does not apply	Commission and MS	Generally Council presidency with Commission support	Mostly MS, also ECB (G7, BIS), Eurogroup and Commission (G7)
<i>Delegation/coordination mechanism</i>	Coordination	Coordination	Mix of supervised delegation to Presidency and coordination	Mix of unconditional delegation to ECB and coordination
<i>Implementation mechanism</i>	Does not apply	EU Directives	EU Directives	National decisions (or ECB policy)

Source : Coeuré et Pisani-Ferry, 2007.



Risques et chances à saisir

- Risque d'un périmètre européen qui ne serait plus pertinent économiquement dans une économie mondialisée, sans pour autant l'être devenu politiquement
- Fragmentation du processus de décision européen sur les questions économiques internationales, à la différence des États-Unis, du Japon ou de la Chine
- Ambiguïté de la politique de change
 - Le Traité CE donne compétence jointe au Conseil (pour fixer les orientations et passer des accords de change) et à la BCE (pour gérer les réserves de change et intervenir sur les marchés)
 - Les États-Unis, le Japon, la Chine n'ont pas d'interlocuteur européen unique
- L'U.E. n'a pas rationalisé sa présence dans les institutions financières internationales
 - 6 administrateurs sur 24 au FMI, dont certains représentent des pays non européens
 - 5 représentants européens au G-20 : Allemagne, Italie, R-Uni, France ainsi que l'UE en tant que telle
- En 2008, l'Europe a prouvé (notamment en adoptant une position commune avant le sommet du G20) qu'elle pouvait parler d'une seule voix sur les solutions à apporter à la crise financière
- La crise financière peut accélérer l'émergence de l'Europe comme « productrice de normes » au niveau mondial
 - Cf. article du *Wall Street Journal* du 26/10/2007 dénonçant l'« impérialisme réglementaire » de l'U.E.
- Capitaliser sur cet acquis suppose toutefois d'accepter des concessions en matière de gouvernance du FMI et de la Banque mondiale, et d'élargissement du G8



Pour en savoir plus...

Cours

- R. Baldwin et Ch. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, McGraw Hill, 2006.
- A. Bénassy-Quéré et B. Cœuré, *Économie de l'euro*, La Découverte, 2001.

Gouvernance économique de l'Europe

- Ph. Aghion, A. Ahearne, M. Belka, J. Pisani-Ferry, J. Von Hagen, L. Heikenstein et A. Sapir, *Coming of Age: Report on the Euro Area*, Bruegel, 2008 [[télécharger](#)]
- Commission européenne, *EMU@10*, 2008 [[lien](#)]
- B. Coeuré et J. Pisani-Ferry, “The Governance of the European Union’s International Economic Relations: How Many Voices?” in A. Sapir (éd.), *Fragmented Power: Europe and the Global Economy*, Bruegel, 2007 [[lien](#)]
- A. Sapir, Ph. Aghion, G. Bertola, M. Hellwig, J. Pisani-Ferry, D. Rosati, J. Viñals et H. Wallace, *An Agenda For A Growing Europe: The Sapir Report*, Oxford University Press, 2004 [[télécharger](#)]

Réponses à la crise financière et à la récession

- Commission européenne : dossier de presse sur la crise financière [[lien](#)] ; « Crise des marchés financiers : faits et politiques » [[lien](#)], « Un plan européen pour la relance économique », *Communication de la Commission européenne*, 26/11/2008 [[télécharger](#)] ; recapitalisation des institutions financières [[lien](#)]
- Banque de France : « Le plan anti-crise européen » [[télécharger](#)]
- « L'Europe face à la crise financière », *Rapport d'information de la commission des affaires européennes de l'Assemblée Nationale*, décembre 2008 [[télécharger](#)]
- Site du ministère de l'économie, de l'industrie et de l'emploi, www.minefe.gouv.fr