

La saison 1 s'achève

Après 11 mois d'activité éditoriale intense, OFCE le blog s'interrompt quelques semaines, juste le temps de prendre un peu de repos avant d'entamer une deuxième saison. Toute l'équipe de l'OFCE espère vous retrouver en septembre, pour de nouvelles aventures.

Les réseaux sociaux d'aujourd'hui. Un monde décidément bien petit

par Michel Forsé

Chacun a certainement personnellement expérimenté au moins une fois ce que suggère l'idée du « petit monde ». On rencontre un parfait inconnu et l'on s'aperçoit que l'on a avec lui une connaissance commune. Dès les années 1960, Stanley Milgram a apporté des éléments de validation empirique à cette intuition en essayant de déterminer combien il fallait en moyenne d'intermédiaires pour relier deux individus ne se connaissant pas dans une société aussi vaste que celle des Etats-Unis. Grâce à une expérimentation astucieuse, le résultat qu'il obtint fut frappant : 5,2 (ou 6 « degrés de séparation », comme on le dit souvent, passant par ces 5 intermédiaires). D'autres études menées depuis ont conduit à des chiffres à peu près du même ordre. Sans entrer ici dans des détails techniques, elles rencontraient cependant plusieurs écueils. Beaucoup d'abandons en cours d'expérience de la part des sujets enquêtés étaient observés et elles ne mettaient en jeu qu'un faible nombre de participants.

L'avènement récent des réseaux sociaux sur l'Internet a fourni l'occasion de reprendre le problème pour tenter cette fois une vérification à une échelle beaucoup plus large, puisqu'il s'agit de la planète entière. Les réseaux formés par une messagerie instantanée, *Twitter* ou *Facebook* ont été étudiés sous cet angle. La question posée était chaque fois la même : combien faut-il d'intermédiaires pour relier deux individus pris au hasard dans un de ces réseaux. Et chaque fois, même si les chiffres peuvent varier légèrement, la réponse a confirmé, voire amplifié, ce que l'on pouvait attendre à la lumière des travaux de Milgram.

Le cas de *Facebook* est à cet égard particulièrement édifiant puisque c'est le plus grand réseau jamais analysé à ce jour. L'investigation menée en 2011 a porté sur 721 millions d'individus et sur les 69 milliards de liens qu'ils ont de fait entre eux. Sur cette base, il est apparu qu'il fallait en moyenne 4,7 intermédiaires pour relier deux abonnés à *Facebook* dans le monde. Ce chiffre descend même à 4,3 si l'on se restreint aux Etats-Unis. Nul doute donc que la thèse du petit monde se trouve par là largement validée.

Mais il reste à l'expliquer. De ce point de vue, si plusieurs modèles ont cours, deux apparaissent prépondérants : celui d'un monde de *clusters* reliés par des liens faibles et celui faisant intervenir des *hubs* à plusieurs niveaux (international, national, régional, local) selon une relative invariance d'échelle. Jusqu'ici, il s'est agi de modèles plutôt concurrents mais on peut entrevoir de les conjuguer comme l'article publié sur ce sujet dans la [Revue de l'OFCE](#) le suggère.

What risks face the Greeks if they return to the drachma?

By Anne-Laure Delatte (associate researcher of the Forecasting Department)

The debate about whether the Greeks will stay in the euro zone is intensifying. Christine Lagarde, head of the IMF, has lambasted the Greek government. The German Finance Minister, Wolfgang Schäuble, believes that the euro zone can now deal with a Greek exit, and that the Greeks no longer have a choice. What would be the risks for the Greeks of a return to the drachma? Would this inevitably plunge the country into chaos? Argentina's experience with returning to the peso in 2002 provides some insight.

In Argentina, the peso/dollar parity was set at one peso per dollar by law in 1991. The dollar could be used freely in domestic exchange. The result was that dollars began to be used for everyday transactions, including the denomination of financial assets. In practice, in the 1990s, on average more than 70% of bank deposits and two-thirds of private sector lending were denominated in dollars. These figures peaked in the last quarter of 2001, just before the system was abandoned, when 75% of private deposits and 80% of all loans were denominated in dollars.

The average Argentinean's strong commitment to the dollar was propped up during the 1990s by the promises of all the presidential candidates to continue the system. Moreover, the abandon of the dollar in January 2002 took place in an especially dramatic context, after five presidents in a row had resigned and amidst a period of popular revolt that was felt beyond the country's borders. The peso was devalued by more than 70% against the dollar, and a massive amount of domestic savings fled the country into foreign banks. While

the barter economy remained marginal, the provinces and the central State began to issue their own currency to pay civil servants and government suppliers. According to the country's central bank, in 2002 these parallel currencies accounted for an average of 30% of all bills in circulation.

The context in which Argentina returned to its national currency in 2002 therefore bears some resemblance to the current situation in Greece: widespread political confusion, a serious recession, and above all a national currency with no credibility.

Against all expectations, despite the serious crisis, the social and political disorder and monetary disintegration, which led to predictions that it would take 10 years for Argentina's GDP to return to its pre-crisis level, an economic recovery began to take hold by the second half of 2002. With nominal annual growth of 9% and controlled inflation, Argentina ultimately restored its pre-crisis level by 2004. How did the country manage to leave the dollar with such results?

The default on 90 billion dollars in public debt, followed by a fiscal pact between the provinces and the central State, along with budget controls, led to a recovery in public finances. But the unique feature of Argentina's experience was the monetary reform carried out in January 2002.

The devaluation of the peso rocked the country's financial equilibrium. With 80% of lending contracted in dollars, most consumers and businesses saw the value of their debt virtually quadrupled! After the devaluation, in 2002 the amount of private debt came to 120 billion dollars, whereas the country's GDP was only 106 billion dollars. To avoid bankrupting the entire private sector, the national authorities came up with a rule for the reimbursement of debt.

The logic was that, to avoid bankruptcy, business revenue

should be denominated in the same currency as the debt. Hence on 4 February 2002, the government issued decree 214/02, which imposed the “peso-fication” of the entire economy: all prices and all contracts in the real and financial sectors, all salaries and debts, were converted into pesos at a rate of one peso per dollar, whereas the market rate was almost four pesos per dollar. Contracts in the financial sector were also converted: deposits that did not exceed thirty-thousand dollars were converted at a rate of 1.4 pesos for 1 dollar [1]. How could such a rule be imposed in light of the disastrous wealth effects on creditors?

The conversion at a rate of one for one (or 1.4 for 1) imposed by the authorities resulted in a settlement of conflicts over debt in favour of debtors, and to the detriment of national and foreign creditors. However, the main debtor in the economy is the productive sector, that is, businesses. By offering them a protected way out of the crisis, the new monetary rules neutralized balance sheet effects and permitted the devaluation to have the expansionary impact one would conventionally expect. In effect, trade began to run a surplus and the country's economy was able to benefit from the booming global economy in the early 2000s. Exports rose from 10% to 25% of GDP, and by 2004 GDP was 2% higher than the average for the 1990s. In short, the government's monetary rule led to a return to growth and employment, which explains why it won the support of the majority of the population.

In actuality, the Argentines, like the Greeks today, were caught in a trap: with contracts denominated in dollars, the return to the peso, following the devaluation, was leading towards a generalized bankruptcy of the private sector. If the Greeks were to leave the euro right now, the entire country would go bankrupt. If the drachma were devalued by 50%, as certain forecasts currently predict, private debt would double. With revenue denominated in drachmas and debt in euros, businesses and consumers would be incapable of repaying

their lenders. This was the same kind of trap that paralyzed Argentina's leaders before 2002.

Argentina's experience thus provides several lessons. First, the main risk for Greece of leaving the euro is that the entire private sector would go bankrupt. Given that the public sector has already restructured 50% of its debt, all else being equal, a return to the drachma would lead to financial conflicts between private creditors and debtors that would paralyze the entire system of payments. Secondly, the State has to play a key role as arbitrator in order to resolve the crisis. In conditions like these, the nature of the rules adopted is not neutral. A number of solutions exist, and these reflect different policy orientations and have different economic consequences. In Argentina, the decision to favour national debtors ran counter to the interests of the holders of capital and foreign investors. Furthermore, contrary to the assertions of Wolfgang Schäuble, the Greek government does have choices. This is the third lesson. The resolution of the Greek crisis is not simply an economic matter, and the options being offered to the Greek people involve political choices. The choice made will have a more favourable result for some economic groups (such as European creditors, Greek employees, holders of capital, etc.).

Depending on the nature of the political order, the State could seek to maintain the existing balance of forces, or, on the contrary, disrupt them. A reform could lead to a rupture, and provide an opportunity to establish a new balance of forces. The option pursued up to now has consisted of spreading the cost of resolving the Greek crisis over creditors, on the one hand, by restructuring the public debt, and over debtors, on the other hand, by means of structural efforts (cuts in wages \and social transfers), along with an increase in the tax burden. In contrast, a withdrawal from the euro zone accompanied by an Argentina-style restructuring of private and public debt would place the burden of the crisis

resolution more on the shoulders of creditors, mainly the rest of Europe. This explains the renewed pressure seen in the discourse of some European creditor countries with respect to Greece, as well as the confusion that typifies the debate in Europe today: in the absence of an optimal solution with a neutral impact, each party is defending its own interests – at the risk of destroying the euro.

[1] Deposits of greater amounts could be either converted under the same conditions or transformed into dollar-denominated Treasury bonds.

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

par [Céline Antonin](#)

Même si certains candidats s'en défendent, le risque financier lié à la crise budgétaire en zone euro est l'invité d'honneur de la campagne présidentielle. Preuve que la question est sensible, le lancement d'un nouveau produit financier sur la dette française, mi-avril, a cristallisé les tensions. Il faut dire que le contexte est particulier : le défaut grec a montré que la faillite d'un pays de la zone euro était devenue possible. Malgré les pare-feux budgétaires mis en place depuis mai 2010 (notamment le Fonds européen de stabilité financière), certains pays voisins de la France font face à

une défiance des marchés financiers, fragilisant leur capacité à tenir leurs engagements budgétaires et à assurer la soutenabilité de leur dette publique, l'exemple le plus préoccupant en date étant l'Espagne. Quels sont les instruments dont disposent les spéculateurs pour attaquer un pays comme la France et que faut-il craindre au lendemain de l'élection présidentielle ?

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

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

Le FOAT, nouvel instrument de spéculation sur la dette

française ?

Ce nouvel instrument financier, mis en place le 16 avril par Eurex[2], est un contrat *futures*, c'est-à-dire un accord entre deux parties pour acheter ou vendre un actif spécifique à une date future et à un prix fixé à l'avance. L'actif spécifique est en l'occurrence [une obligation assimilable du Trésor français \(OAT\), de maturité restante longue \(comprise entre 8,5 et 10,5 années\), avec un coupon de 6 % et pour un montant nominal de 100 000 euros](#). Doit-on s'inquiéter du lancement de ce nouveau contrat, à la veille de l'élection présidentielle ? Non si l'on considère que le lancement du FOAT répond au décrochage entre taux obligataires allemands et français, intervenu depuis la récente dégradation de la note souveraine française : auparavant, les taux obligataires allemands et français étant étroitement corrélés, le FOAT sur les obligations allemandes permettait une couverture du risque sur les obligations allemandes et françaises. A la suite du creusement de l'écart de taux entre les deux pays, Eurex a décidé de créer un contrat *futures* spécifique pour les obligations françaises. Le même phénomène s'est produit pour l'Italie : depuis septembre 2009, l'Eurex a également lancé trois contrats *futures* sur les titres de dette obligataire italienne[3]. En outre, l'Eurex est un marché organisé privé de droit allemand, beaucoup plus transparent que le marché de gré à gré sur lequel s'échangent les CDS. Notons que le lancement du FOAT n'a pas connu beaucoup de succès : le jour de son lancement, il s'est échangé seulement 2 581 contrats *futures* sur les obligations françaises, contre 1 242 000 sur les obligations allemandes et 13 671 sur les obligations italiennes[4].

Même si, comme pour les CDS, la fonction première du FOAT est la couverture contre le risque, il peut également devenir un instrument de spéculation, notamment *via* les ventes à découvert. Alors que la spéculation sur la dette française était réservée aux gros investisseurs, avec un montant

notionnel moyen de 15 milliards d'euros par CDS [\[5\]](#), le montant notionnel du nouveau contrat FOAT est de 100 000 euros, ce qui drainera davantage d'investisseurs sur le marché de la dette française. Si les spéculateurs parient sur une dégradation de la soutenabilité des finances publiques, alors le prix des contrats *futures* sur les OAT baissera, ce qui amplifiera les mouvements de marché et provoquera la hausse des taux sur les contrats OAT.

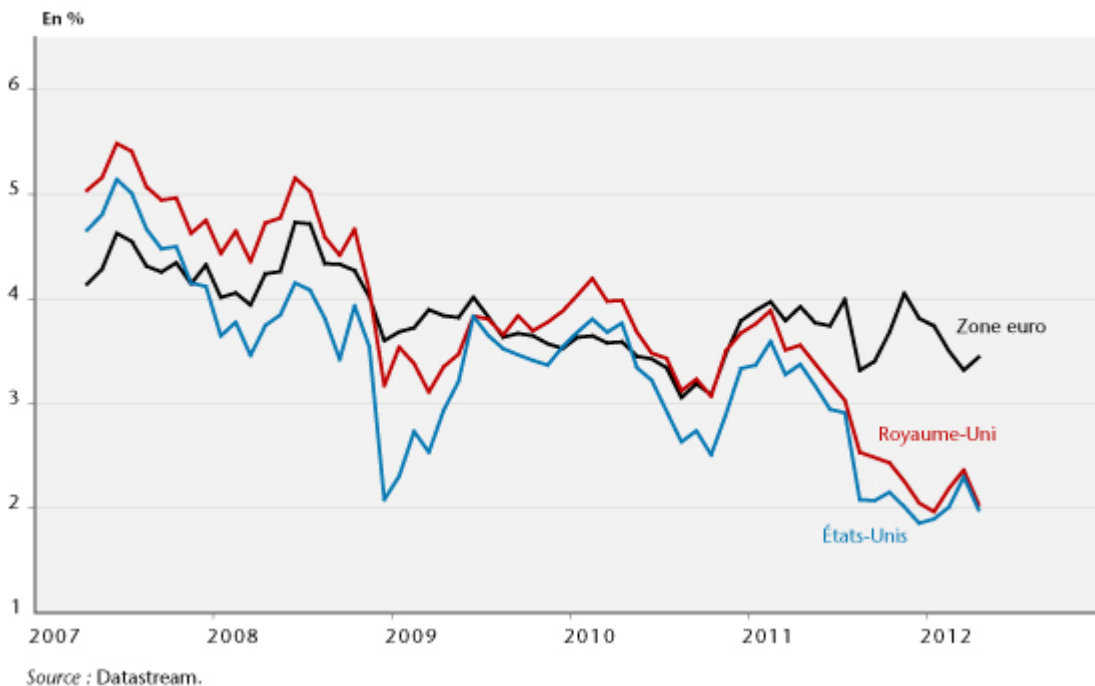
Des lendemains qui déchantent ?

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

Mais l'essentiel n'est pas là. Ce qui frappe, au-delà de l'impératif de réduction des déficits publics dans les pays de la zone euro, c'est le fait que nos destins soient

inextricablement liés. Comme le montre le graphique d'évolution des taux d'intérêt obligataires en zone euro (graphique 2), lorsque la zone euro est affaiblie, c'est l'ensemble des pays qui en subissent les conséquences sur leur prime de risque par rapport aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, bien qu'à des degrés divers. Il est donc irréaliste de penser la stratégie budgétaire et la stratégie de croissance française en dehors du cadre européen. Ce qui empêchera les marchés financiers de spéculer sur la dette d'un pays, c'est la constitution d'une Europe budgétaire forte et dotée de règles strictes, assistée d'une politique monétaire active. Cette construction est en marche mais elle est loin d'être aboutie : le FESF n'a pas une force de frappe suffisante pour aider les pays en difficulté, la stratégie de croissance à l'échelle européenne, décidée au sommet du 2 mars 2012, demande à être approfondie, et la BCE doit mener une politique active, à l'instar de la Fed, ce qui exige notamment une révision de ses statuts. Comme l'a rappelé l'agence Standard and Poor's lorsqu'elle a annoncé la dégradation de la note française en décembre dernier, [c'est avant tout la cohésion budgétaire en zone euro qui sera regardée de près par les marchés financiers](#). Le 6 mai 2012, ce sera donc davantage l'attitude du prochain Président vis-à-vis de cette construction budgétaire et sa capacité à faire valoir sa position au sein de la zone euro qui détermineront l'attitude future des marchés financiers, non seulement vis-à-vis de la France, mais également vis-à-vis de chacun des pays de la zone euro.

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



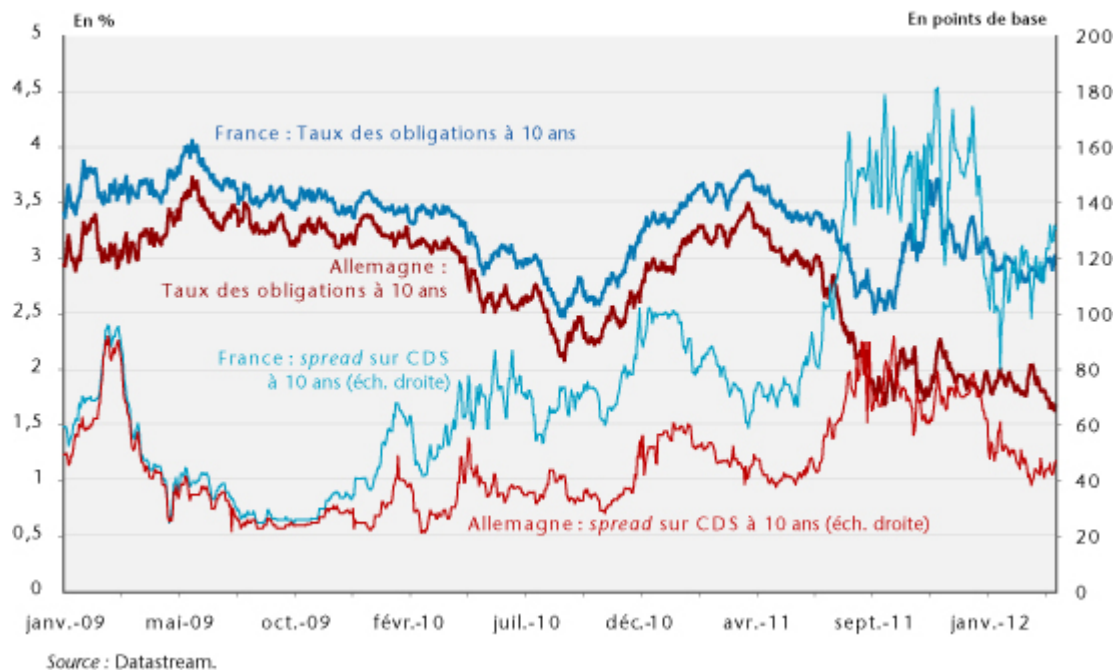
Annexe : Fonctionnement technique des CDS

L'acheteur du contrat acquiert le droit de vendre une obligation de référence à sa valeur nominale (qualifiée de « principal ») en cas d'événement de crédit. L'acheteur du CDS paie au vendeur des montants convenus, à intervalles réguliers, jusqu'à l'échéance du CDS, ou à la survenance de l'événement de crédit. Le swap est alors dénoué, soit par livraison du sous-jacent, soit en cash. Si les termes du contrat prévoient un règlement physique, l'acheteur du CDS livre les obligations au vendeur en échange de leur valeur nominale. Si le CDS est dénoué en cash, le vendeur du CDS rembourse à l'acheteur la différence entre le montant nominal des obligations de l'acheteur et le montant des obligations cotées à la suite de l'événement de crédit (valeur de recouvrement), sachant que dans ce cas, l'acheteur du CDS conserve ses obligations décotées. Dans la plupart des cas, la valeur de recouvrement est déterminée officiellement par un processus d'enchère organisé par l'ISDA ([International Swaps and Derivatives Association](#)). La prime annuelle que versera la banque à la compagnie d'assurance pour avoir le droit à une couverture s'appelle le spread du CDS et constitue la valeur cotée sur le marché : plus le risque de défaut est élevé, plus

le spread des CDS augmente (graphique 1). En réalité, les banques étant à la fois des acheteurs et des vendeurs de protection, le spread est généralement présenté comme une fourchette : une banque peut proposer une fourchette 90-100 points de base sur le risque de défaut de la France. Elle est donc prête à acheter une protection contre le risque de défaut en payant 90 points de base sur le principal, mais elle en exige 100 pour fournir cette protection.

A titre d'illustration, on peut considérer l'exemple suivant. Le 7 mai 2012, une banque (acheteuse) signe un CDS sur un principal de 10 millions d'euros pour 5 ans avec une compagnie d'assurance (vendeuse). La banque s'engage à payer 90 points de base (spread) pour se protéger contre le défaut de l'Etat français. Si la France ne fait pas défaut, la banque ne recevra rien à l'échéance, mais paiera chaque année 90 000 euros chaque 7 mai des années 2012 à 2017. Supposons qu'un événement de crédit survienne le 1^{er} octobre 2015. Si le contrat spécifie la livraison du sous-jacent, l'acheteur a le droit de livrer ses 10 millions d'euros de nominal d'obligations françaises et recevra en échange 10 millions d'euros en cash. S'il est prévu un dénouement en cash, et si les obligations françaises ne sont plus cotées qu'à 40 euros, alors la compagnie d'assurance versera $10\,000\,000 - 4\,000\,000 = 6$ millions d'euros à la banque.

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



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

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

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

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

[5] Données hebdomadaires fournies par la [DTCC](#) pour la semaine

du 9 au 13 avril 2012 sur les CDS souverains sur la dette française : le notionnel brut atteint 1 435 milliards de dollars et 6822 contrats ont été échangés.

Les infortunes de la vertu*

par [Christophe Blot](#)

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

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

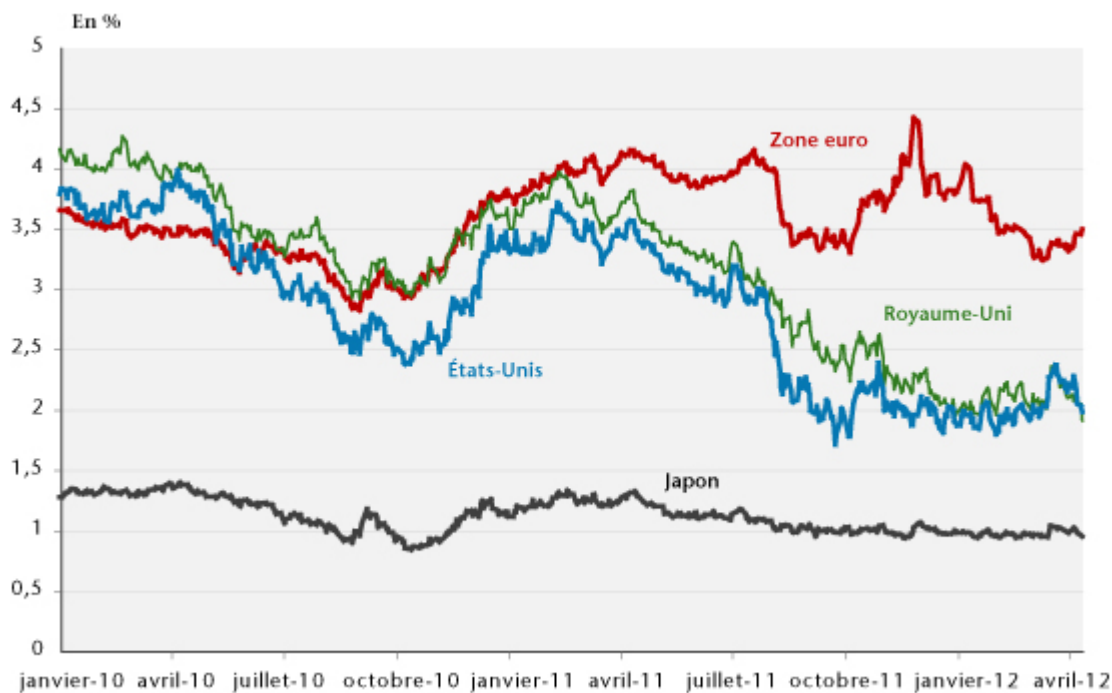
La baisse du taux d'intérêt public moyen de la zone euro à long terme observée depuis le début de l'année s'est interrompue. Après avoir atteint 3,25 % le 9 mars, il de nouveau augmenté en raison des nouvelles tensions apparues sur les taux italien et espagnol. En effet, malgré l'accord signé pour éviter un défaut de paiement de la Grèce, de nouvelles inquiétudes sont cette fois-ci venues de l'Espagne après l'annonce que le déficit budgétaire avait atteint 8,5 % en 2011 – soit 2,5 points de plus que l'objectif initialement fixé –, et la déclaration que les engagements pour 2012 ne seraient pas tenus, ce qui a renforcé les doutes sur la soutenabilité de la dette. La situation espagnole illustre le lien étroit entre la crise macroéconomique et la crise des

dettes souveraines qui frappent l'ensemble de la zone euro. La mise en œuvre des plans d'ajustement budgétaire en Europe, dont l'impact est amplifié par la forte interdépendance des économies, provoque le ralentissement, voire la récession dans les différents pays de la zone euro. Cet impact des restrictions synchronisées est pourtant sous-estimé si bien que les gouvernements se voient assignés des objectifs souvent difficiles à tenir, sauf à accepter une récession toujours plus forte. Les tensions ne manqueront pas de se répéter en 2012 tant que la zone euro continuera à s'enfermer dans une stratégie d'austérité synchronisée qui condamne la reprise de l'activité et la baisse du chômage. Le taux d'intérêt public à long terme de la zone euro devrait rester supérieur à ceux des Etats-Unis et du Royaume-Uni (graphique) bien que le déficit budgétaire moyen de la zone euro soit nettement inférieur en 2011 à celui de ces deux pays : 3,6 % contre respectivement 9,7 % aux Etats-Unis et 8,3 % au Royaume-Uni.

Pour sortir de cette spirale récessive, les pays de la zone euro doivent reconnaître que la réduction des déficits budgétaires ne passe pas uniquement par l'austérité. La croissance et le niveau des taux d'intérêt sont deux autres facteurs tout aussi importants pour assurer la soutenabilité de la dette publique. Il est donc urgent de définir une autre stratégie, moins coûteuse en termes de croissance et d'emploi, ce qui serait la seule garantie contre le risque d'éclatement de la zone euro. Premièrement, l'austérité généralisée doit être abandonnée. Le principal problème de la zone euro n'est pas la dette mais la croissance et le chômage. Ensuite, la solidarité doit être renforcée afin de freiner la spéculation sur la dette des pays les plus fragiles. La coordination des politiques budgétaires des Etats membres doit être améliorée afin d'atténuer les effets indirects des restrictions des uns sur la croissance des autres [\[1\]](#). Il faut d'une part étaler dans le temps la consolidation lorsque celle-ci est nécessaire pour assurer la soutenabilité de la dette. D'autre part, les pays disposant de marges de manœuvre budgétaires doivent

engager des politiques budgétaires plus expansionnistes. Enfin, l'action de la BCE devrait être amplifiée et coordonnée avec celles des gouvernements de la zone euro. Elle seule dispose des moyens pour ancrer les taux d'intérêt de court terme et de long terme à un niveau suffisamment bas, ce qui permettrait à la fois de soutenir la croissance et de favoriser le refinancement des déficits budgétaires. En deux opérations de refinancement exceptionnel, la BCE a en effet alloué plus de 1 000 milliards d'euros de refinancement aux banques de la zone euro. Cet apport de liquidité était indispensable pour répondre aux difficultés des banques à trouver des financements de marché. Il témoigne également des capacités d'action des autorités monétaires. Le portefeuille de titres de dette publique de la BCE s'élevait fin mars 2012 à 214 milliards, soit 2,3 % du PIB de la zone euro. A titre de comparaison, aux Etats-Unis comme au Royaume-Uni, les banques centrales détiennent un portefeuille de titres publics supérieur à 10 % de leur PIB. Les marges de manœuvre de la BCE pour réduire la prime de risque sur le taux d'intérêt de la zone euro en acquérant des titres publics sur les marchés secondaires sont donc importantes. De telles mesures permettraient de garantir la soutenabilité de la dette à long terme à un moindre coût.

Taux d'intérêt longs publics



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.

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

par [Henri Sterdyniak](#)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

de politique budgétaire.

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

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

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

par [Vincent Touzé](#)

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

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

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.

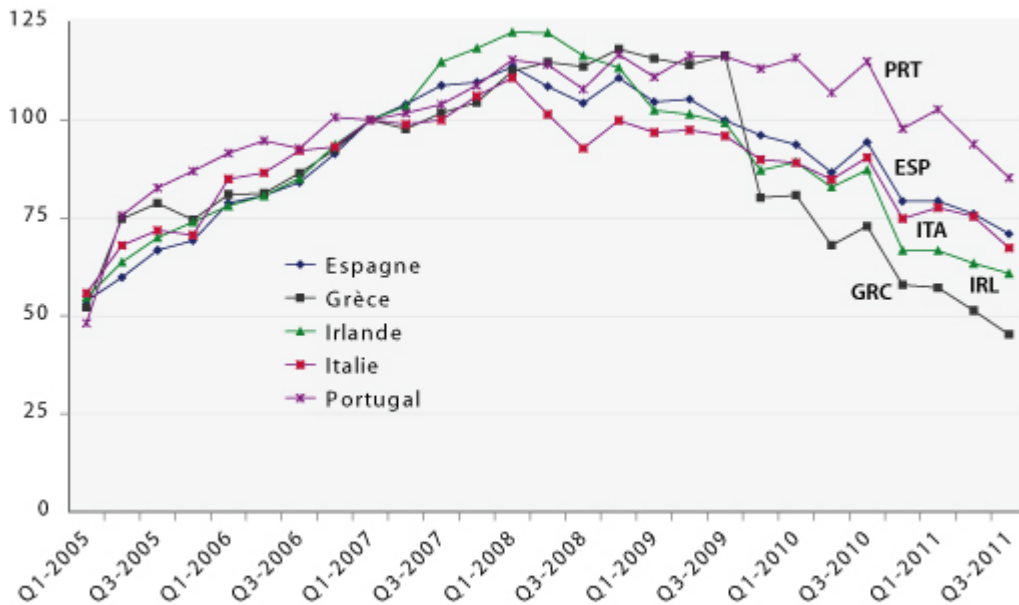
iv) Les marges de manœuvre des gouvernements comme soutien de premier secours sont devenues très limitées en raison de leur endettement massif. En cas de nouveau choc majeur, la BCE pourrait n'avoir d'autre choix que d'être le prêteur en dernier ressort.

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

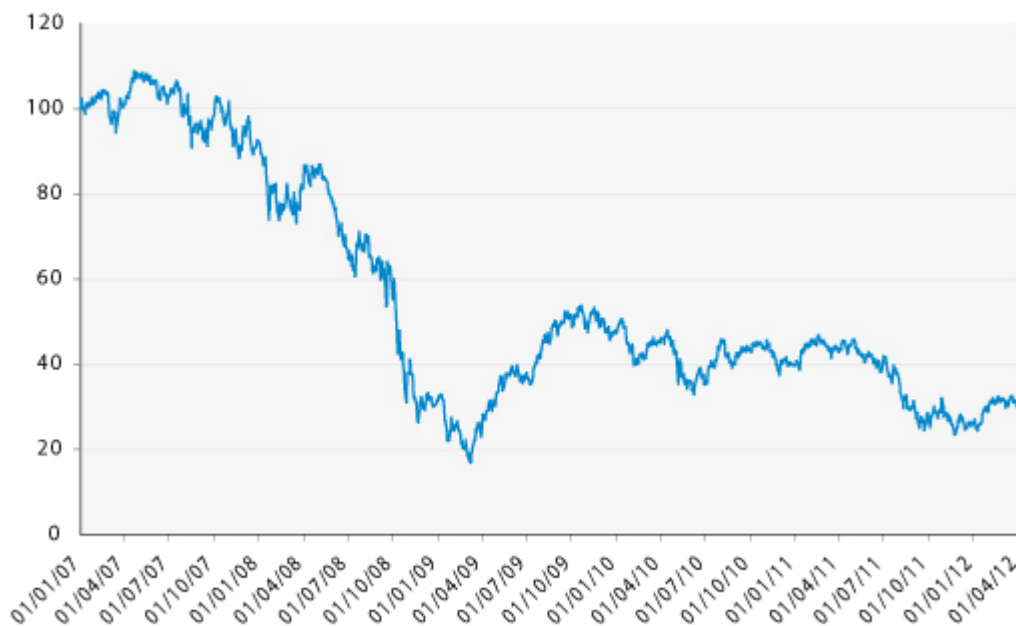
Sources : Banque des règlements internationaux – Consolidated banking statistics / ultimate risk basis – et calculs de l'auteur.

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-celfd030edf6>.

[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

Merci à Richard Descoings

La disparition de Richard Descoings émeut profondément tous ceux qui l'ont connu et ceux, si nombreux, dont il a, par son action à la tête de Sciences Po, infléchi l'existence. Sa passion pour l'égalité des chances et pour l'intégration, sa capacité à inspirer ceux qui l'entouraient et son désir peu commun de rendre jubilatoires la recherche, l'enseignement et l'acquisition des connaissances inspireront longtemps ceux qui ont eu l'honneur de travailler à ses côtés. L'OFCE perd avec lui un ami et un soutien fidèle. J'adresse à sa famille et à ses proches les condoléances de toutes les équipes de l'OFCE.

Philippe Weil

Président de l'OFCE

Quelles suites prochaines à la réforme des retraites ?

par Mireille Elbaum

La réforme des retraites de 2010 a constitué une rupture par rapport aux orientations antérieures, l'emportant sur certaines considérations d'équité. Le choix de reculer de 60 à

62 ans l'âge d'ouverture des droits et de 65 à 67 ans celui de l'annulation de la décote a en effet été préféré au seul maniement des incitations financières, privilégié depuis la réforme de 2003 via l'accroissement de la durée d'assurance et l'augmentation de la surcote. Cette réforme, ciblée sur l'équilibre des comptes à l'horizon 2018, est toutefois présentée comme provisoire, une réflexion étant prévue dès 2013 sur une réforme « systémique », pouvant déboucher sur un régime universel par points ou en « comptes notionnels ».

Âge de la retraite, pénibilité, système par points ou en comptes notionnels sont donc des sujets majeurs sur l'agenda social, mais les modalités d'éventuelles réformes peuvent avoir une portée et des incidences très différentes.

Nous tentons de les éclairer dans [une note de l'OFCE](#), tout en soulignant l'importance de sujets qui, comme les aléas de carrière, la situation des poly-pensionnés, les avantages familiaux ou les minima de pensions, nécessiteraient, réforme systémique ou non, d'être rapidement rediscutés.

La réouverture de possibilités de départ à partir de 60 ans pour les personnes qui auraient les durées de cotisation requises pour le taux plein pourrait emprunter deux voies.

– Un retour à l'âge minimum de liquidation antérieur à la réforme de 2010 redéplacerait l'ensemble des bornes d'âge associées : déclenchement de la décote et de la surcote, possibilité de cumul emploi-retraite, retraite pour inaptitude. La principale interrogation porte sur le sort réservé à l'âge d'annulation de la décote, aujourd'hui progressivement porté de 65 à 67 ans : il affecte les assurés dont les carrières sont courtes et marquées par des interruptions d'activité, avec des effets problématiques en cas, par exemple, de longues périodes de chômage non indemnisé. *A contrario*, le maintien de limites d'âge décalées à 67 ans dans la fonction publique apparaît souhaitable pour laisser s'exercer librement les choix de prolongation d'activité, quitte à prévoir un plafonnement de la surcote.

– La seconde voie consisterait à revoir et élargir massivement le régime de la retraite anticipée, en ouvrant une possibilité de départ à 60 ans aux assurés ayant commencé à travailler avant 20 ans et ayant le nombre de trimestres requis pour le taux plein, avec la question de l'application de cette mesure aux seules périodes de travail cotisées ou à l'ensemble des durées validées, y compris au titre des mécanismes de solidarité. Cette option modifierait complètement l'actuel dispositif en faveur des carrières longues, qui devrait être entièrement revu, mais ne rendrait en revanche pas possible les départs à 60 ans avec décote, et ne changerait pas les autres paramètres du système (y compris les 67 ans). Des problèmes de cohérence avec l'âge d'accès au minimum vieillesse (demeuré à 65 ans) ou l'âge limite de maintien des prestations de chômage resteraient d'ailleurs posés.

Une inconnue importante porte enfin sur la répercussion de ces décisions sur les régimes complémentaires de l'AGIRC-ARRCO, dont les gestionnaires paritaires ont conclu en 2011 un « compromis conservatoire », la question du rendement et des ressources de ces régimes étant reposée plus rapidement que prévu.

En matière de compensation individuelle de la pénibilité, la réforme de 2010 a prévu un dispositif très limité de départ anticipé à 60 ans, reposant sur la reconnaissance d'une incapacité individuelle, et qui a bénéficié jusqu'ici à moins de 1 500 personnes. Son avenir est donc en question, sachant que l'allongement des durées d'assurance ouvrant droit au taux plein, qui devrait se poursuivre à l'avenir, justifierait une prise en compte spécifique des périodes de travail pénible. Le lien établi entre pénibilité et accident du travail ou maladie professionnelle apparaît à cet égard problématique, et l'évaluation d'une incapacité individuelle au moment du départ en retraite peut négliger des pathologies susceptibles d'apparaître des années plus tard. Si l'on désire éviter une reconnaissance liée, comme dans certains régimes spéciaux, à

des catégories d'emploi déterminées, c'est donc vers la prise en compte des périodes d'exposition aux risques qu'il faudrait se diriger, en envisageant plutôt le recours à des bonifications de durée d'assurance pour éviter les effets de seuil.

Une éventuelle « réforme systémique » pourrait quant à elle déboucher sur la mise en place d'un système unifié de retraites par points ou en comptes notionnels. Analysée par le COR en 2010, elle présente sans conteste un intérêt en termes de transparence et de lisibilité, surtout si sa mise en place s'accompagne d'une harmonisation des règles entre régimes. Les comptes notionnels offrent en particulier des possibilités de choix plus continues et plus transparentes entre durée d'activité et montant des retraites perçues. Ils peuvent aussi faciliter le pilotage du système et son adaptation aux évolutions économiques et démographiques (augmentation de l'espérance de vie). Ils ont toutefois une logique plus fortement contributive, avec un lien financier direct entre cotisations versées et pensions perçues ; celle-ci peut être amendée par des mécanismes de solidarité ou de redistribution, mais leur apport (abondement des cotisations et du « capital virtuel ») et leur mode de financement nécessitent d'être clairement identifiés.

Au-delà des problèmes techniques, une telle idée recouvre des choix politiques et sociaux, dont les implications peuvent être majeures en termes de solidarité. Le « pari » qui fonde cette piste de réforme est l'unification des régimes professionnels actuels, pour favoriser les mobilités et l'équité entre professions. Cela pose la question d'une fusion des régimes de base qui intégrerait les régimes spéciaux et ceux de la fonction publique, mais aussi de l'ajout à ces derniers « d'étages » complémentaires. La portée de la réforme serait en revanche réduite si l'on se contentait d'unifier les étages « base + complémentaire » des régimes de salariés du privé (régime général et AGIRC-ARRCO), ce qui ne répondrait en

rien aux problèmes d'opacité et d'équité liés à l'empilement des régimes. Les différents systèmes de gestion « en répartition » sont par ailleurs confrontés aux mêmes problèmes d'équilibre à long terme et à la nécessité d'arbitrages collectifs entre augmentation des cotisations, niveau des prestations et prolongation de l'activité des travailleurs âgés. Le principal danger d'un système de comptes notionnels serait de donner l'illusion que le système peut s'équilibrer automatiquement sur la base de choix individuels, sans que l'évolution des taux de remplacement et du montant des pensions ne soit explicitée, débattue et mise en regard de ses ressources. Les dispositifs de redistribution et de solidarité associés au système ont enfin une importance majeure : une réforme qui rendrait le système plus « contributif » risquerait de pénaliser les assurés les plus « fragiles », mais aussi de se répercuter à terme sur les comptes des autres régimes sociaux.

D'autres sujets d'importance manifeste méritent par ailleurs d'être rapidement re-évoqués, que l'on s'engage ou non dans une « réforme systémique » :

- les « aléas de carrière » et la retraite des chômeurs : l'idée de « sécuriser les parcours professionnels » devrait conduire à y réfléchir rapidement, dans un contexte où la montée du temps partiel subi et d'un chômage de longue durée non indemnisé risquent de peser sur les droits de certains assurés ;

- le traitement des « polypensionnés », qui peuvent être tantôt avantagés tantôt désavantagés par les règles actuelles : la proratisation des périodes prises en compte pour le calcul du salaire des « 25 meilleures années » n'a en particulier pas été réalisée entre régime général et régimes « non alignés » (fonction publique, professions libérales ou exploitants agricoles), ce qui aboutit à des inégalités de pension (parfois de l'ordre de 15%) selon les parcours professionnels, et l'ordre dans lequel ils ont été effectués.

– le cumul emploi-retraite, dont la libéralisation en 2009 entraîne un développement qui s’appuie notamment sur le statut d’auto-entrepreneur et qui mérite d’être questionné, d’autant que les salariés qui ont dû liquider leur pension sans atteindre le taux plein ne bénéficient pas, eux, de cet élargissement.

– les avantages familiaux de retraite, dont les logiques restent diverses et pas toujours cohérentes, en dépit des aménagements apportés par les réformes. Les questions portent sur l’harmonisation de ces droits dans les différents régimes ; le redéploiement des majorations de pension versées aux parents d’au moins trois enfants pour soutenir les familles non pas après, mais lorsque les enfants sont encore à charge, et en tout cas l’idée de les rendre forfaitaires et imposables ; la fusion éventuelle des majorations et bonifications de durée d’assurance (MDA et AVPF), tout en améliorant leur impact sur les salaires de référence, principale source dans l’avenir des écarts de pension entre les hommes et les femmes.

– les minima de pension des régimes, dont les évolutions vont plutôt dans le sens d’une contributivité accrue, mais dont une partie a été en même temps reportée sur la solidarité nationale (à hauteur de 3,5 milliards d’euros via le Fonds de solidarité vieillesse). Le minimum vieillesse qui, indexé sur les prix, s’était écarté du seuil de pauvreté, a de son côté été revalorisé de 25% entre 2009 et 2012, mais seulement pour les personnes seules (pas les couples), et la question se pose aujourd’hui de la spécificité et de l’articulation des différents minima, ainsi que de leur capacité à garantir le revenu des titulaires de faibles pensions.

La question de l’indexation s’étend d’ailleurs à l’ensemble des retraites, sachant qu’une « réforme systémique » serait l’occasion de réexaminer leurs modes de revalorisation et leur ajustement, de court et de moyen termes, à l’évolution des revenus. L’ensemble des sujets précédents mériterait

néanmoins, au même titre que les bornes d'âge et la pénibilité, d'être inscrit rapidement sur « l'agenda social », que l'on s'engage ou non dans une telle réforme.