

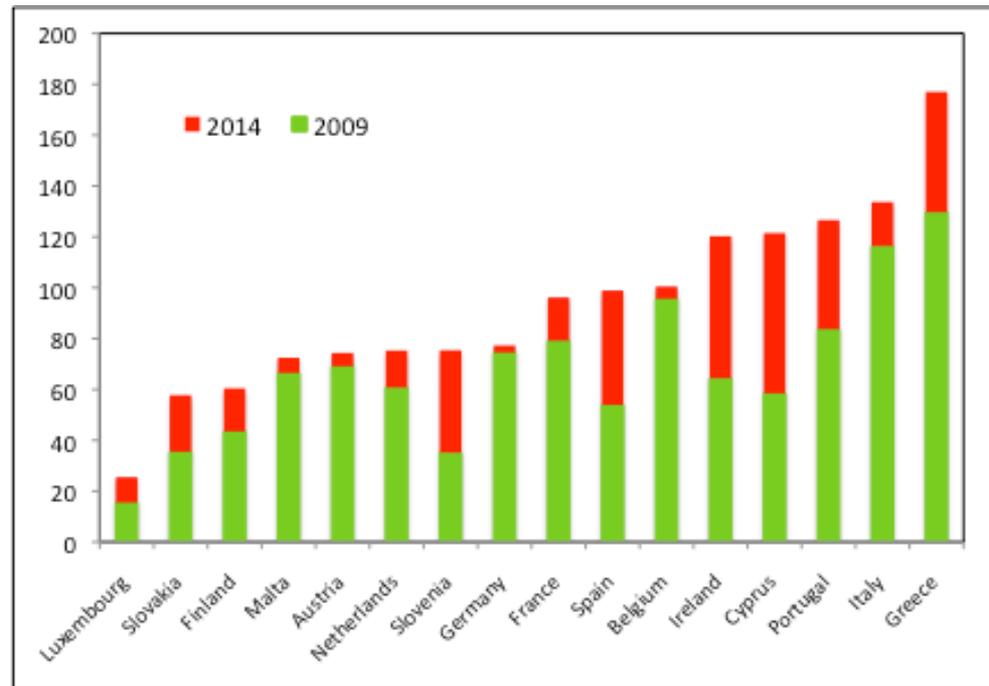
# Une solution pour les dettes publiques dans la zone euro

Charles Wyplosz

Institute de Hautes Etudes Internationales  
et du Développement, Genève

# La situation

- Taille des dettes de la zone euro  $\approx$  € 9400 mrds. (96% PIB)



- Situation aggravée depuis 2009

# Solutions

- Les dettes doivent être abaissées
- Le menu:
  - Surplus budgétaires
  - Inflation Hors de question
  - Restructuration
  - Mutualisation

# Surplus budgétaires: Les calculs de Eichengreen & Panizza

- Objectif
  - 60% d'ici à 2030
  - Implication: des surplus primaires en 2020-2030
    - Irlande: 5.6%
    - Italie: 6.6%
    - Portugal: 5.9%
    - Espagne: 4.0%
    - Grèce: 7.2%
- "Un surplus d'ambition"

# Mutualisation

- Une partie des dettes nationales deviennent collectives
- Diverses propositions ont été formulées
- Une opposition très forte
  - Un aléa moral sérieux
  - ... et la clause de non-sauvetage (no- bailout)

# Restructuration 1: défaut

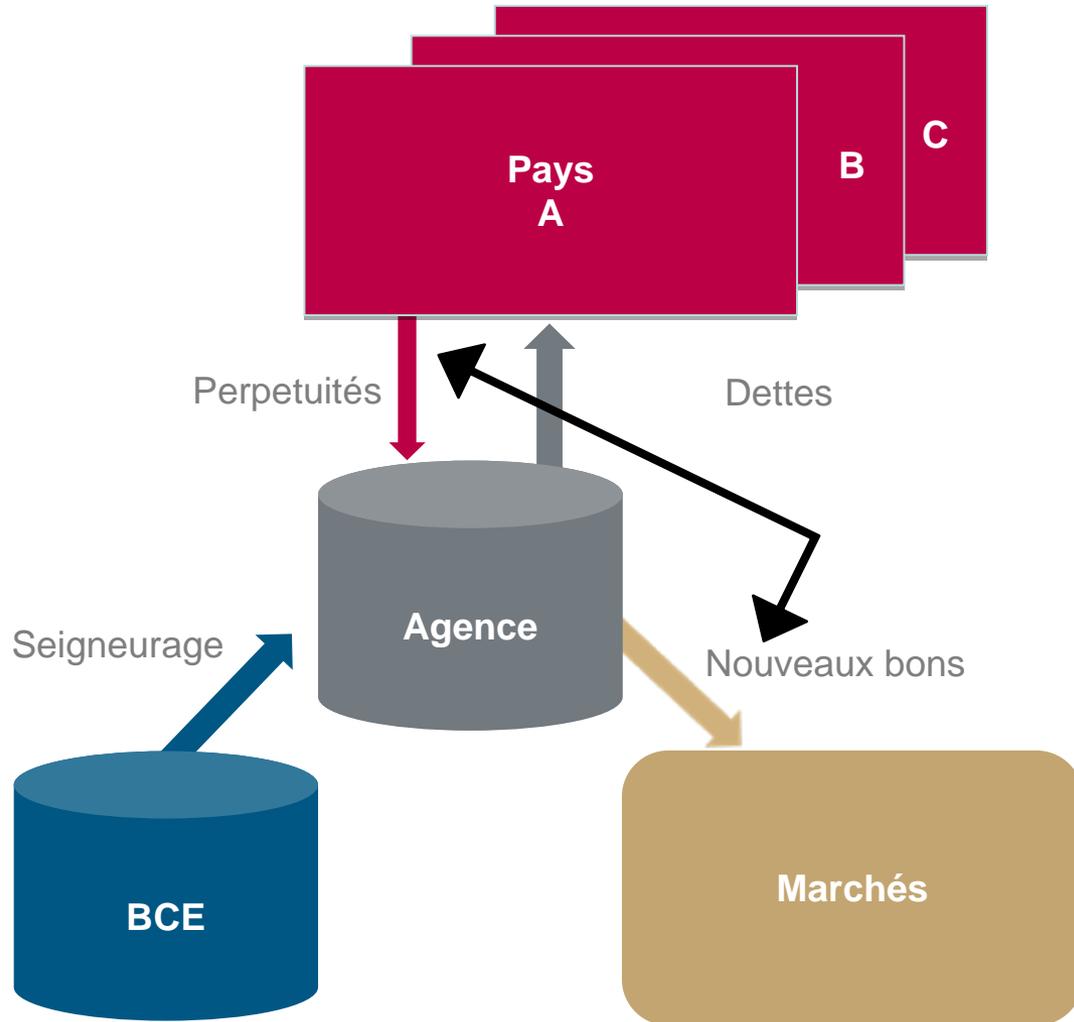
- L'option par défaut (Grèce le mois prochain?)
- Aucune raison fondamentale de quitter
  - Les exemples des USA (NY, Orange, Detroit)
- Mais des risques bancaires redoutables
- Ceci demande une préparation soignée

# Restructuration 2: le plan PADRE

- Acceptation politique: pas de mutualisation
- Faisabilité financière: pas de pertes
- Acceptation économique: pas d'inflation
- Traitement de l'aléa moral
  
- Solution: une restructuration pure

# PADRE en 4 étapes

- ① Une agence achète 50% des dettes arrivées à maturité.  
Coût: € 4700 milliards
- ② L'agence échange ces bons contre des perpétuités à taux zéro
- ③ L'agence emprunte
- ④ Qui paye?  
Chaque pays abandonne ses droits de seigneurage jusqu'au remboursement complet des perpétuités



# Comment ça marche

- L'agence achète les dettes de chaque pays en proportion des parts qu'il détient sur la BCE

Austria	Belgium	Cyprus	Estonia	Finland	France
2.77%	3.46%	0.19%	0.25%	1.78%	20.24%
Germany	Greece	Ireland	Italy	Latvia	Luxembourg
26.86%	2.79%	1.59%	17.84%	0.39%	0.25%
Malta	Netherlands	Portugal	Slovakia	Slovenia	Spain
0.09%	5.68%	2.53%	0.99%	0.47%	11.82%

- C'est le « cadeau » qu'il reçoit

# Comment ça marche

- L'agence achète les dettes de chaque pays en proportion des parts qu'il détient sur la BCE
  - C'est le « cadeau » qu'il reçoit
- Chaque pays abandonne ses parts de seigneurage
  - Donc dans la même proportion
  - C'est le coût qu'il subit
- Au final: coût = cadeau

# Resultat

- Pas de transferts entre pays
- Pas de pertes pour les détenteurs de bons
- Pas d'inflation
  - Pas de création monétaire

# Les chiffres

	Initial debt (2014)		Debt reduction		Post-restructuring debt	
	€ billion	% of GDP	€ billion	% of GDP	€ billion	% of GDP
Austria	241	74.2	131	40.3	110	33.8
Belgium	394	100.5	163	41.6	231	58.9
Cyprus	19	121.1	9	57.0	10	64.1
Estonia	2	10.2	12	62.2	-10	-52.1
Finland	121	61.3	84	42.7	37	18.6
France	2026	96.2	954	45.3	1072	50.9
Germany	2186	77.2	1267	44.7	920	32.5
Greece	322	177.0	132	72.3	190	104.7
Ireland	204	120.8	75	44.4	129	76.3
Italy	2117	133.7	841	53.1	1276	80.6
Latvia	10	39.1	19	75.2	-9	-36.1
Luxembourg	12	25.4	12	24.5	0	0.9
Malta	5	71.7	4	57.2	1	14.4
Netherlands	464	75.2	268	43.4	196	31.8
Portugal	213	126.0	119	70.5	94	55.6
Slovakia	43	57.9	46	62.7	-4	-4.8
Slovenia	27	74.6	22	61.5	5	13.1
Spain	1024	98.7	557	53.7	466	45.0
Eurozone	9430	95.9	4715	47.9	4715	47.9

# Le seigneurage est-il suffisant?

- Besoins de financement : € 4700 billion
- Calcul simple pour illustration
- Hypothèses :
  - Inflation à 2%
  - Elasticité de la demande de monnaie = 0.8

		Annual real growth rate		
		1%	1.5%	2%
Nominal interest rate	3%	14380	Infinite	Infinite
	3.5%	3899	11001	Infinite
	4%	2265	3949	9317

# Traitement de l'aléa moral

- Chaque pays s'engage à stabiliser sa dette publique
- Si la limite est dépassée
  - L'agence transforme les perpétuités en bons normaux
  - L'agence place ces bons sur le marché
  - Procédure automatique
- Procédure graduelle
- Réaction immédiate des marchés
  - La menace est crédible

# Conclusions

- PADRE fait disparaître 50% des dettes
- PADRE établit enfin la discipline budgétaire
- Juste un exemple de l'idée
  
- En partie réalisé depuis mars 2015 avec QE
  - La BCE va absorber 30% des dettes publiques
    - La Grèce est exclue
  - Mais c'est une solution temporaire
    - Que se passera-t-il quand le QE sera inversé?