

DÉFAUTS EN EUROPE OU EUROPE EN DÉFAUT ?

Jacques DELPLA

Professeur-associé, Ecole d'Economie de Toulouse

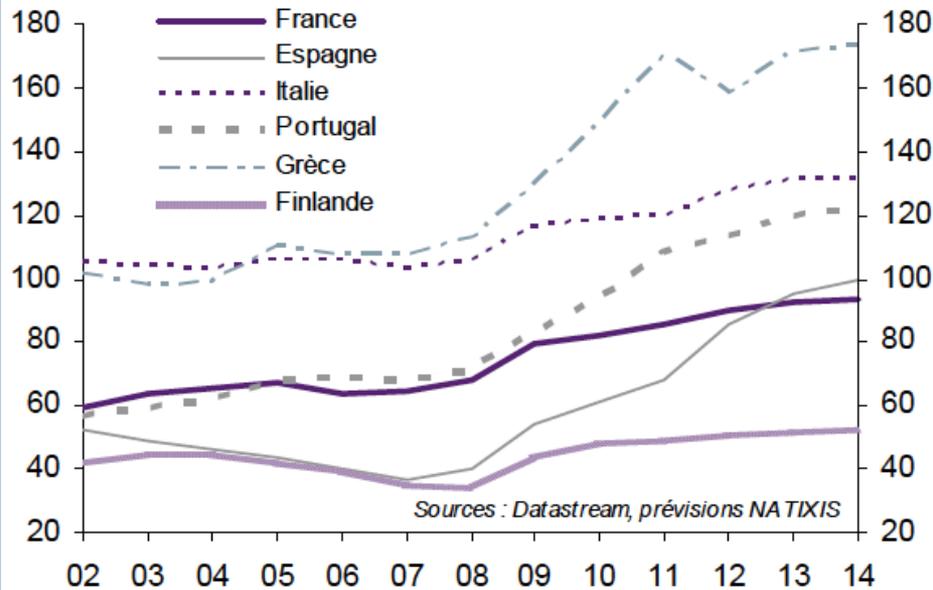
Colloque *Droit et Croissance* sur:
« Restructuration et Faillite »

Paris, 9 avril 2013

EXPLOSION DES DETTES PUBLIQUES ET PRIVÉES EN EUROPE

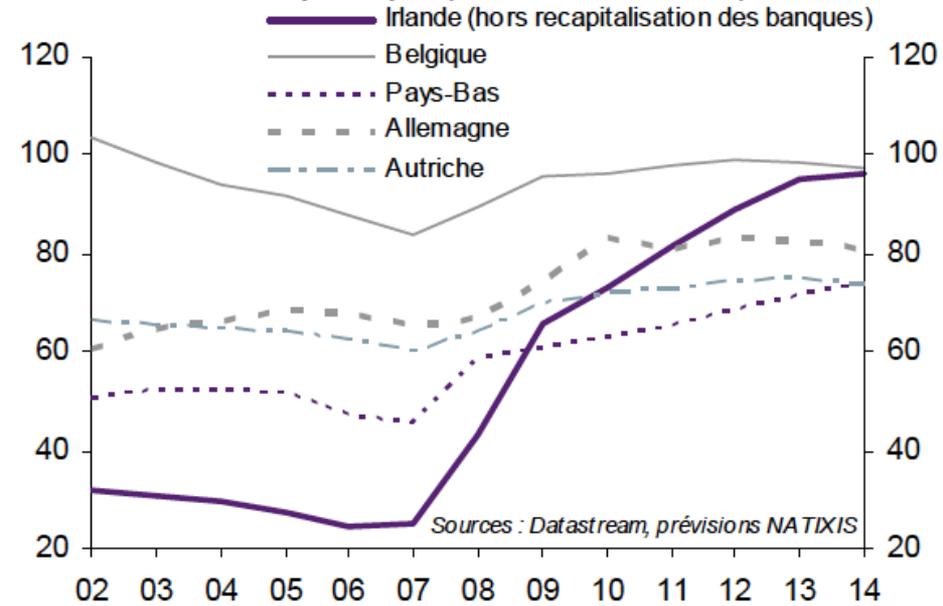
Graphique 2a

Dettes publiques (en % du PIB valeur)

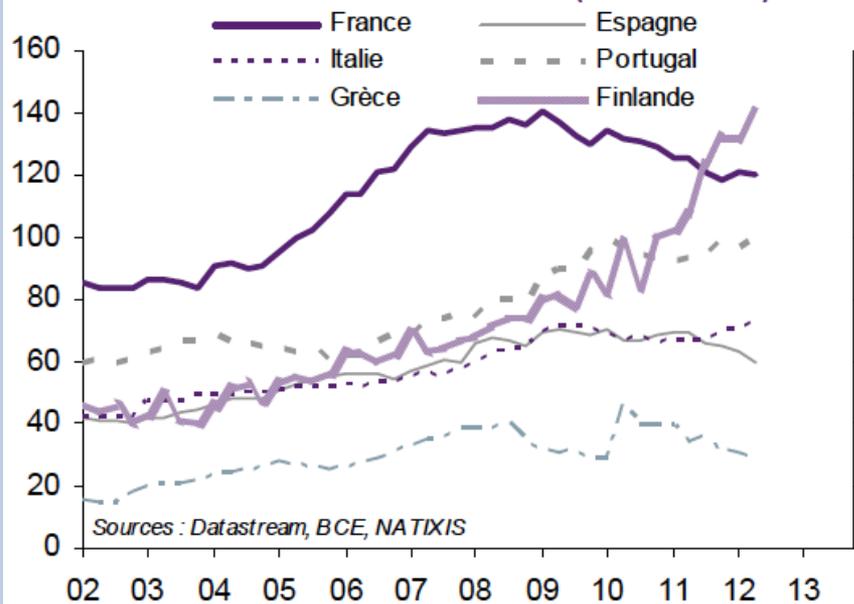
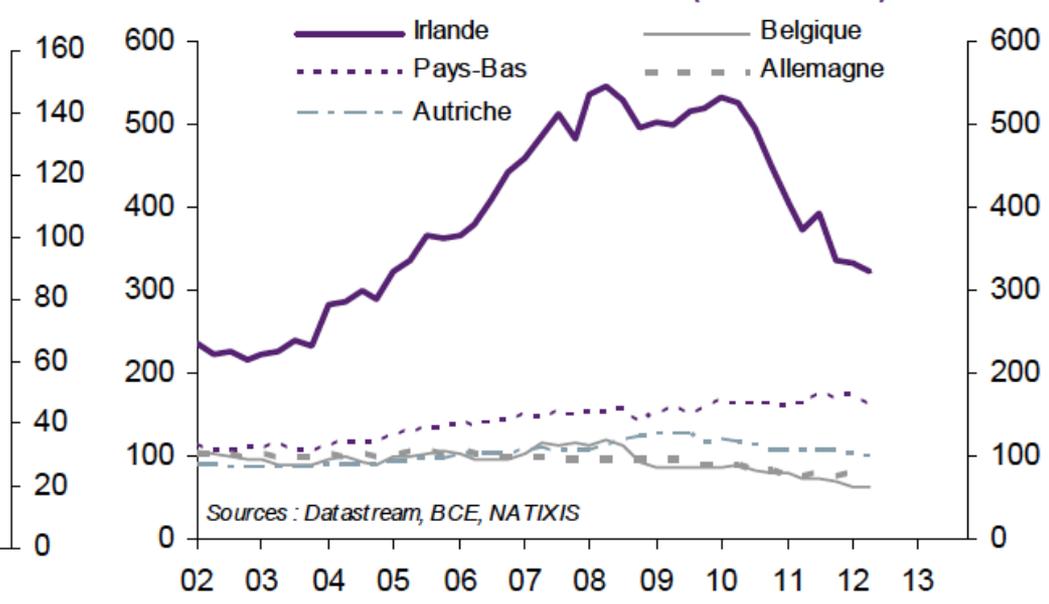
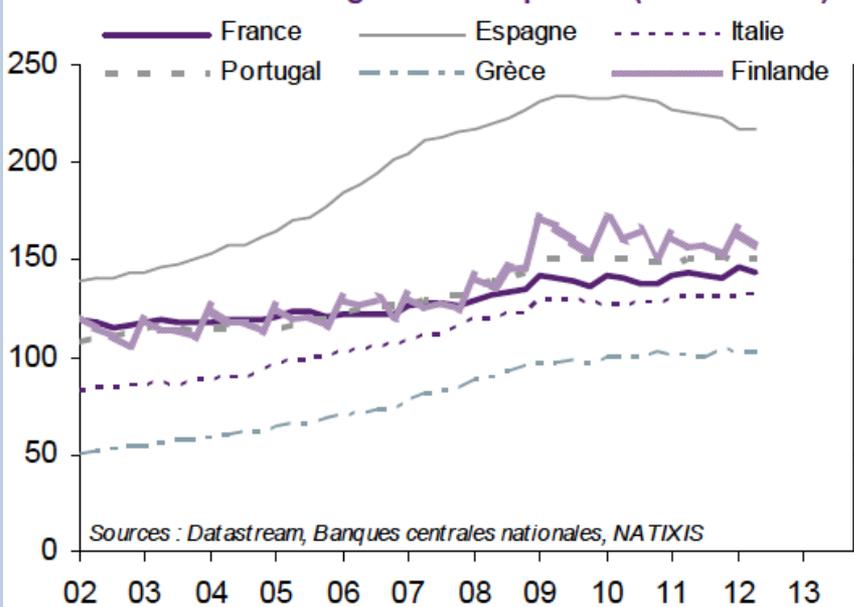
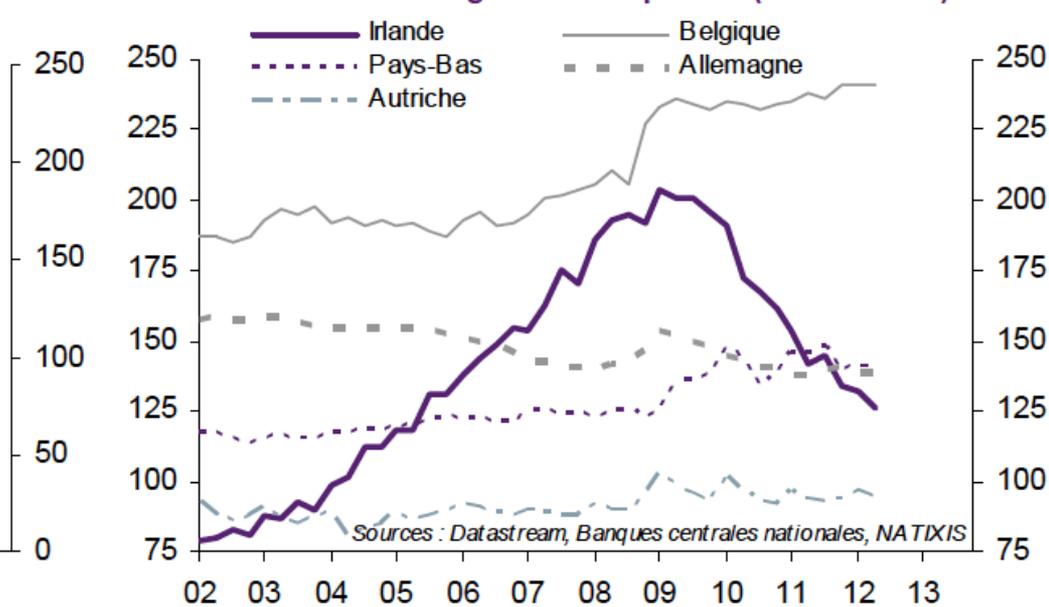


Graphique 2b

Dettes publiques (en % du PIB valeur)



Source: NATIXIS

Graphique 3a**Dette du secteur financier (en % du PIB)****Graphique 3b****Dette du secteur financier (en % du PIB)****Graphique 4a****Dette des ménages + entreprises (en % du PIB)****Graphique 4b****Dette des ménages + entreprises (en % du PIB)**

1. EURO : D'UNE TRINITÉ IMPOSSIBLE À L'AUTRE

4

Autonomie des
politiques monétaires

Triangle
d'impossibilité
de MUNDELL

Changes
fixes

Liberté de
circulation des
capitaux ⁵

IL EST
IMPOSSIBLE
D'AVOIR EN
MÊME TEMPS
LES TROIS
PÔLES DU
TRIANGLE

~~Autonomie des
politiques monétaires~~

EURO
Politique
monétaire
unique BCE

Changes
fixes

Liberté de
circulation des
capitaux ⁶

L'EURO: LA
RÉPONSE AU
TRIANGLE
D'IMPOSSIBILIT
É DE MUNDELL

Nouveau Triangle d'Impossibilité

Interdiction des dévaluations (sortie de l'euro)

Si Dette excessive + perte de compétitivité en zone euro

Prohibition de l'Inflation (mandat BCE)

Interdiction des Défauts (ou restructuration) de la dette

Explosion de l'euro : contagion immédiate, la sortie de l'un entraîne la sortie des autres

sorties de l'euro

NON !!!!

Prohibition de l'Inflation (mandat BCE)



Interdiction des Défauts (ou restructuration) de la dette

**Inflation :
rupture du
contrat (et du
Traité UE) avec
l'Allemagne et
fin de l'euro**

Interdiction des
dévaluations (sortie de
l'euro)

NON !!!!

Inflation (violation du
mandat BCE)
Et sortie de l'Allemagne de
l'euro

Interdiction des
Défauts (ou
restructuration)
de la dette

Interdiction des dévaluations (sortie de l'euro)

Seule solution:

- Garder l'intégrité de l'euro
- Pas d'inflation
- Autoriser les restructurations de dette (publiques et privées)

OUI !

Prohibition de l'Inflation (mandat BCE)

Défauts (ou restructuration) de la dette

SEULE SOLUTION ... LA RESTRUCTURATION DES DETTES

- Sans inflation (Maastricht)
- Sans dévaluation (éviter éclatement de la zone euro)
- **Seule solution est le défaut ou la restructuration des bilans**

- Mais:
- **Comment restructurer les dettes sans faire imploser l'euro?**
- Comment éviter que toutes les dettes deviennent perçues comme à risque? Comment garder un “safe asset”? Surtout en Europe du Sud.

2. DETTE BLEUE ET DETTES ROUGES

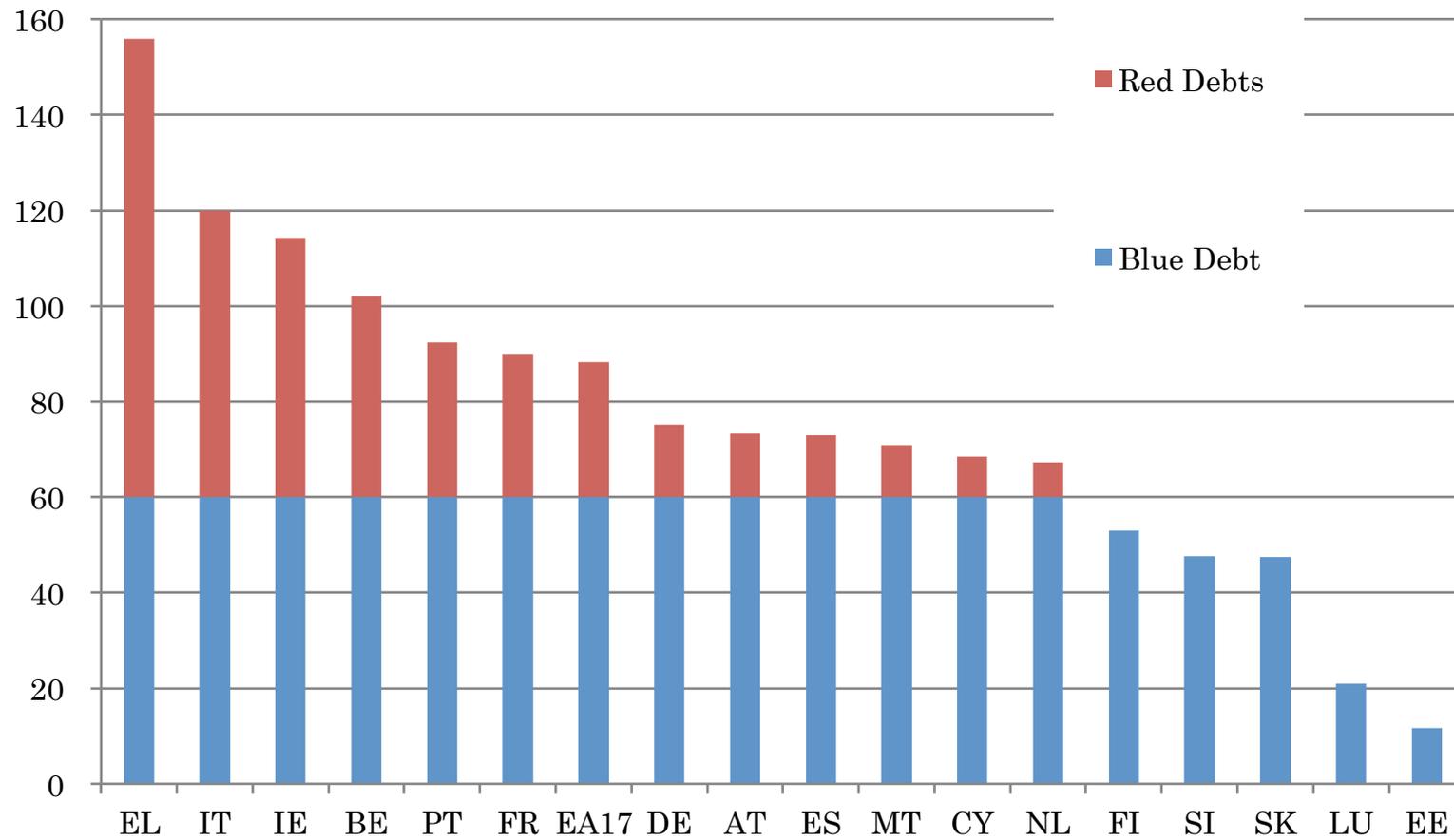
RESTRUCTURATION DES DETTES PUBLIQUES

- Le “Génie” du Défaut s’est échappé de la bouteille; il n’y rentrera plus
- Nous devons organiser le défaut souverain (pour les Etats faibles), sans détruire l’euro.
- Ma proposition : Dette BLEUE et Dettes ROUGES

- Dette Bleue = dette commune souveraine en € (elle est senior, « sûre », avec garantie conjointe et solidaire)

- **Dettes Rouges : junior, nationale, restructurable si besoin**

DETTE BLEUE ET DETTES ROUGES, % DU PIB, EN 2012



'BLUE BOND PROPOSAL' JACQUES DELPLA & JAKOB VON WEIZSÄCKER, 2010

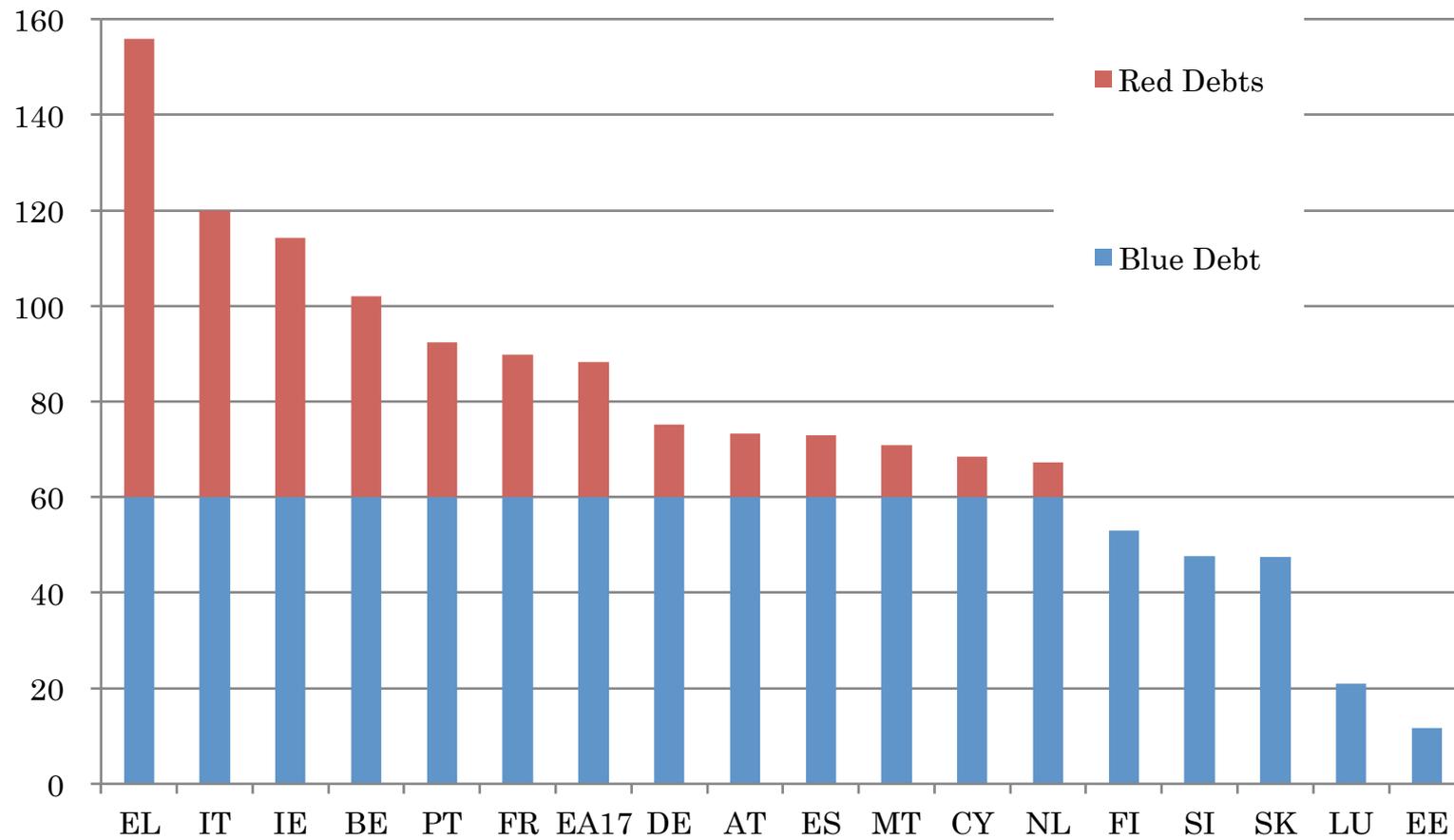
- **Dette Bleue**: dette souveraine **SENIOR** en EUR de chaque pays.
- Qualité de crédit: aussi bonne que le Bund
- **Dette Bleue** : au max 60% du PIB
- **Dette Bleue** est fusionnée en une dette Européenne unifiée avec garantie **conjointe & solidaire**.
- Gouvernée par un Comité qui propose allocation annuelle selon de dette Bleue par pays fondée sur le suivi des règles budgétaires européennes (PSC...).
- → Incitations positives et négatives

DETTES ROUGES : JUNIOR, NATIONALE

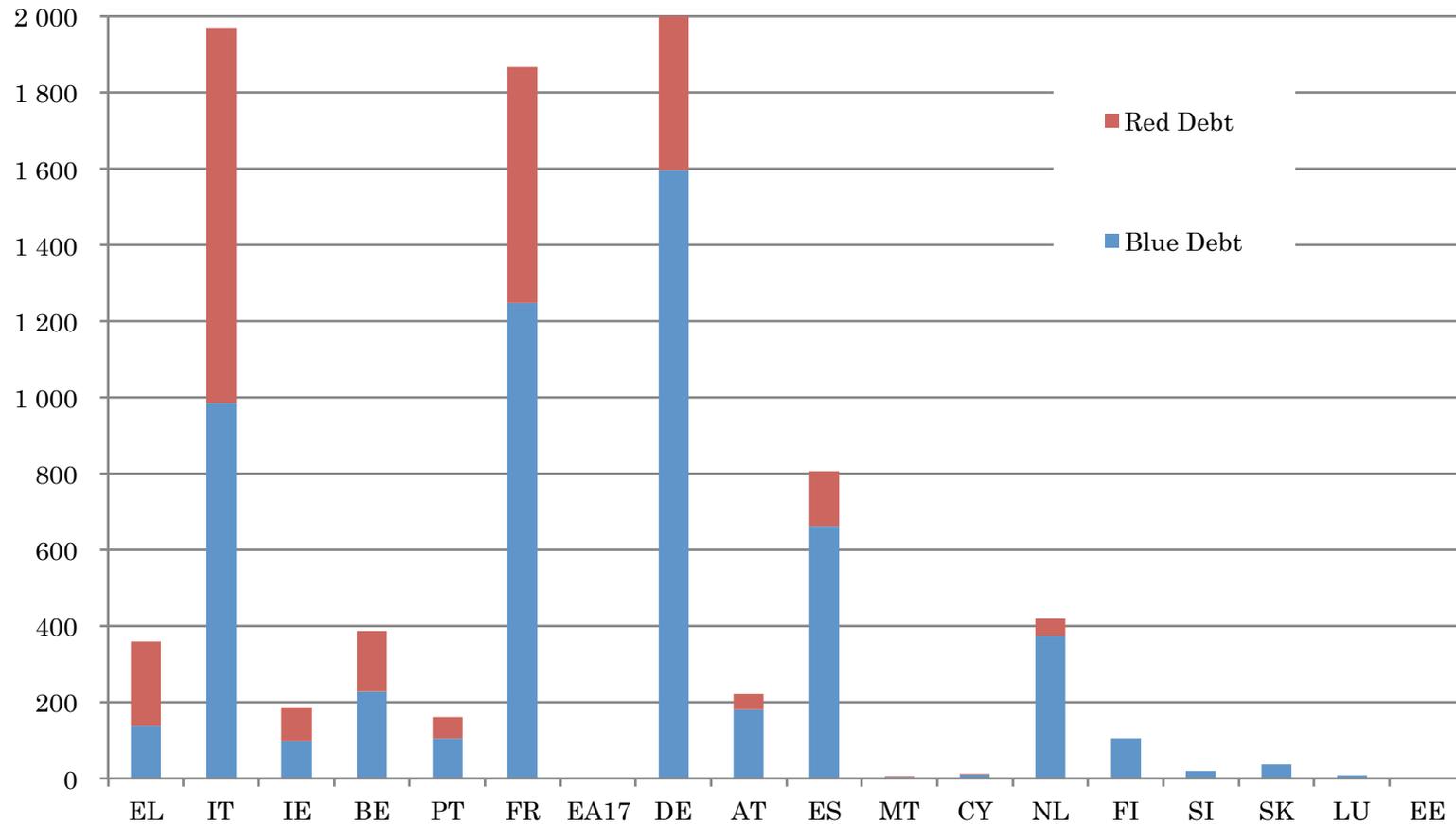
- **Dette Rouge** : le reste de la dette publique
- **Dette Rouge** est JUNIOR (payée après la Bleue)
- **Dette Rouge**, Purement nationale.
Emise par les Trésors nationaux

- **Dette Rouge** concentre tout le risque souverain
- Cette concentration du risque sur la **dette Rouge** protège le statut de « safe heaven » de la dette Bleue
- Banques interdites de détenir de la **dette Rouge** (éviter la contagion banques-souverain)

DETTE BLEUE ET DETTES ROUGES, % DU PIB, EN 2012



DETTE BLEUE ET DETTES ROUGES, Md€ 2012



DETTE BLEUE 2.0

- Dette Bleue renforcée :
 - Traité Bleu (inter-gouvernemental) définit la séniorité
 - Juge: CJCE
 - Service de la Dette Bleue est senior dans les Lois de Finances

- Dette Rouge est plus faible :
 - Dette Rouge est Contingente et Convertible (COCO) : quand un pays va en programme FMI (3 ans), les coupons de la dette Rouge sont annulés pendant 3 ans et le stock de dette Rouge est rallongé de 3 ans.
 - Aspect COCO de la dette Rouge renforce la dette Bleue

3. RESTRUCTURATION DES DETTES PRIVÉES

20

- En l'absence d'inflation et de dévaluation, l'ajustement macro-économique, à l'intérieur de la zone euro, doit se faire par la restructuration des dettes privées (corporate, financières et ménages).
- Or, Dette senior bancaire est *de facto* intouchable (imposé par la BCE pour éviter que le pays ne quitte la zone euro).
- Dettes juniors et seniors des gros corporates intouchable, car les Etats font en sorte que ces corporates ne fassent pas défaut
- → sanction du marché ne s'applique pas
- → pas efficace
- → entrave le processus Schumpeterien de destruction créatrice

COMMENT RESTAURER LE PROCESSUS SCHUMPETERIEN DE DESTRUCTION CRÉATRICE ?

- Il faut restaurer l'ordre effectif des droits dans les passifs
- En cas de choc financier:
- Les actionnaires doivent d'abord être complètement rincés
- Puis la dette junior,
- Puis seulement après la dette senior
- Et rendre cet ordre effectif et crédible

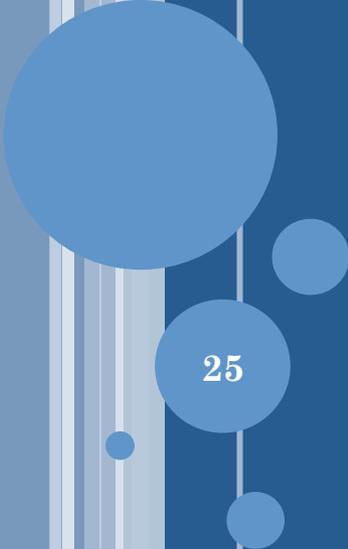
BANQUES

- Projet de « Bail-in » européen
- Appeler les actionnaires, puis dette junior, puis dette senior en cas de résolution bancaire
- À horizon 2018
- Mais quid avant? Cf. Chypre

- Qui décide de résoudre une banque? Risque de capture si c'est le régulateur national
- Comment fournir le capital si le bail-in n'est pas suffisant? (besoin d'un fonds européen)

CORPORATES

- Besoin d'un ordre de seniorité bien défini *ex ante*
 - Actionnaires / dettes juniors / dettes seniors
 - Comment restructurer le bilan sans liquider automatiquement l'entreprise ?
 - General Motors: un modèle ?
-
- Il revient aux juristes de bien définir cet ordre de seniorité ainsi que des procédures efficaces



VERS UN MONDE BIPOLAIRE

25

- Absence d'inflation et de dévaluations impose une restructuration quasi-automatique des dettes
- Stabilité financière → besoin de safe assets

- Solution: bilan avec deux instruments polaires
 1. De la dette à restructuration quasi-automatique (dette Rouge, actions, Cocos et dettes juniors)
 2. De la dette sûre, en général pas restructurée (dette Bleue, dépôts bancaires assurés, dette senior corporate premium).

MERCI !!!
MERCI !!!