

Le modèle social européen a déjà disparu

Mario Draghi, *Wall Street Journal*, 23 Février, 2012
(voir la version originale ci-dessous)

Mario Draghi, le président de la Banque centrale européenne, a accordé une interview à Brian Blackstone, Matthew Karnitschnig et Robert Thomson, du Wall Street Journal, le 22 février, sur l'importance de l'austérité en Europe, le plan de sauvetage de la Grèce et la récente décision de la BCE de refuser toute perte sur son portefeuille obligataire grec.

Wall Street Journal : Combien de tours de batte [O.B. : = image empruntée au baseball ; en français on parlerait de manches ou de mi-temps] faudra-t-il avec la Grèce avant que nous sachions si nous en sommes enfin à la résolution qui mettra fin à toutes les résolutions?

Mario Draghi : Je ne connais pas le baseball. Mais si nous n'avons pas finalisé ce package, on aurait cessé de jouer. Donc, ce pourrait être le début d'un nouveau monde pour la Grèce où les problèmes de financement en suspens ont été réglés. Maintenant, les réformes devront être adoptées. Le gouvernement grec a pris des engagements très sérieux en termes de politique fiscale et dans le domaine des politiques structurelles. Mais il y a des risques concernant leur mise en œuvre et à cause des élections qui approchent. L'Eurogroupe a calculé des probabilités raisonnables de réussite du programme si les mesures, en particulier les mesures structurelles, sont entreprises.

Aussi on peut voir qu'il y a une prise de conscience différente dans l'opinion publique grecque, dans la mesure où ce qui se passe est douloureux, mais nécessaire. Les personnes, qui sont favorables au défaut, à l'inflation ou encore à la sortie de l'euro ne semblent pas largement majoritaires en Grèce.

WSJ. : Pensez-vous que la phase aiguë de la crise est passée? Nous n'avons pas observé cette semaine, lorsque la transaction a été décidée, le genre d'exaltation que nous avons pu remarquer avec les plans précédents.

M.D. : Il est difficile de dire si la crise est terminée. Penchons-nous sur les changements positifs des derniers mois. Il y a une plus grande stabilité des marchés financiers. De nombreux gouvernements ont pris des décisions concernant l'assainissement budgétaire et les réformes structurelles. Nous avons un pacte budgétaire où les gouvernements européens commencent à se libérer de la souveraineté nationale dans l'intention commune d'être ensemble. Le système bancaire semble moins fragile qu'il ne l'était il y a un an. Certains marchés obligataires ont rouvert leurs portes.

Mais la reprise se déroule très lentement et reste sujette aux risques baissiers. Je suis surpris aussi qu'il n'y ait pas d'exaltation après l'adoption du package, ce qui signifie sans doute que les marchés veulent voir la mise en œuvre des mesures politiques.

WSJ. : Quand vous regardez le descriptif des risques du package et l'accord, quel est le plus grand risque ? Celui découlant de la rue grecque, ou celui résultant d'une absence de croissance en Grèce?

M.D. : En fin de compte il semble que le plus grand risque soit le manque de mise en œuvre. Certaines mesures visent directement à améliorer la compétitivité et la création d'emplois. D'autres prévoient une consolidation budgétaire radicale. Les deux sont très complémentaires pour assurer un retour à la croissance après la contraction inévitable de l'activité économique.

WSJ. : Mais certaines personnes [sic.] disent que la Grèce souffre vraiment de conditions similaires à la dépression, avec un écart de PIB de 15% ou 16% depuis le pic. Quel est votre point de vue sur ces politiques d'austérité dans la stratégie plus globale du moment, ce qui oblige à l'austérité à tous les niveaux de coûts afin de réduire les déficits budgétaires?

M.D. : C'est effectivement une question d'ordre général sur l'Europe. Existe-t-il une alternative à l'assainissement budgétaire? Dans notre cadre institutionnel, les ratios dette/PIB étaient excessifs. Il n'y avait pas d'alternative à l'assainissement budgétaire, et nous ne devrions pas nier que c'est récessif à court terme. À l'avenir, il y aura ce que l'on appelle la voie de confiance, qui va réactiver la croissance, mais ce n'est pas quelque chose qui se produit immédiatement, et c'est pourquoi les réformes structurelles sont si importantes, parce que la contraction à court terme ne sera remplacée par une croissance durable à long terme que si ces réformes sont en place.

WSJ. : L'austérité signifie des choses différentes, alors qu'est-ce qu'une bonne et qu'est-ce qu'une mauvaise austérité ?

M.D. : Dans le contexte européen, les taux d'imposition sont élevés et les dépenses publiques se concentrent sur les dépenses courantes. Une "bonne" consolidation est celle où les impôts sont plus bas et les dépenses réduites du gouvernement portent sur les infrastructures et autres investissements.

WSJ. : et la mauvaise austérité?

M.D. : La mauvaise consolidation est en fait la plus facile à obtenir, parce que l'on pourrait produire de bons chiffres en augmentant les impôts et réduire les dépenses en capital, ce qui est beaucoup plus facile à faire que de couper dans les dépenses courantes. C'est la voie facile en un sens, mais ce n'est pas une bonne solution. Cela déprime la croissance potentielle.

WSJ. : Quelles sont, selon vous les réformes structurelles les plus importantes?

M.D. : En Europe ce sont d'abord les réformes des marchés des produits et des services. Et la seconde est la réforme du marché du travail qui prend des formes différentes selon les pays. Dans certains d'entre eux il faut rendre les marchés du travail plus flexibles également plus équitables que ce qu'ils ne le sont aujourd'hui. Dans ces pays, il existe un double marché du travail : très souple pour la partie jeune de la population, où les contrats de travail sont de trois mois, six mois, des contrats qui peuvent être renouvelés pendant des années. Le même marché du travail est très rigide pour la partie protégée de la population, où les salaires suivent l'ancienneté plutôt que la productivité. Dans un sens, les marchés du travail à l'heure actuelle sont injustes dans un tel contexte, car ils mettent tout le poids de la flexibilité sur la partie jeune de la population.

WSJ. : Pensez-vous que l'Europe va devenir moins sociale que le modèle qui l'a définie?

M.D. : Le modèle social européen a déjà disparu, quand nous voyons les taux de chômage des jeunes qui prévalent dans certains pays. Ces réformes sont nécessaires pour accroître l'emploi, l'emploi des jeunes en particulier, et donc les dépenses et la consommation.

WSJ. : L'emploi à vie ...

M.D. : Vous savez qu'il y a eu une époque où (l'économiste) Rudi Dornbusch avait coutume de dire que les Européens étaient si riches qu'ils pouvaient se permettre de payer tout le monde pour ne pas travailler. Ce temps est révolu.

WSJ. : Avec la Grèce il y a eu beaucoup de concentration sur la réalisation des objectifs numériques. Maintenant, si vous prenez des pays comme le Portugal ou l'Espagne, s'ils parviennent à réaliser ces grandes réformes économiques structurelles, devraient-ils être aussi concentrés sur la satisfaction d'objectifs de déficit spécifiques?

M.D. : Il n'y a pas de compromis possible entre les deux. L'assainissement budgétaire est inévitable dans la présente configuration, et il donne le temps nécessaire aux réformes structurelles. Faire marche arrière sur les objectifs budgétaires serait provoquer une réaction immédiate du marché. Les spreads souverains et le coût du crédit vont augmenter. Nous avons tous connu cela.

WSJ. : Pensez-vous que le Portugal aura besoin d'un autre plan de sauvetage?

M.D. : Non, nous considérons que le programme est sur la bonne voie.

WSJ. : Où voyez-vous le marché interbancaire aujourd'hui? Est-il guéri ? Est-il encore dysfonctionnel?

M.D. : Ce que nous avons vu c'est qu'après la première opération de refinancement à plus long terme, le marché obligataire senior non garanti a rouvert. Dans les deux derniers mois, nous avons quelque chose comme 40 Md€ de nouvelles émissions, ce qui est aussi à peu près autant ou plus que dans les six derniers mois. Nous avons également vu 30 Md€ de nouvelles émissions d'obligations couvertes. Mais pour que les marchés interbancaires fonctionnent, nous avons besoin d'un retour à la pleine confiance en contrepartie. Nous pouvons régler les aspects de liquidité du problème. Mais c'est alors que les perspectives de croissance doivent prendre la relève. Après un quatrième trimestre très faible, l'activité économique dans la zone euro se stabilise progressivement à des niveaux faibles.

WSJ. : Il semble pourtant aussi que le crédit s'est tari en Espagne, en Italie et ailleurs.

M.D. : Notre dernière enquête sur le crédit bancaire a été effectuée entre le moment où la première LTRO (opération de refinancement à plus long terme) a été décidée et le moment où elle a été exécutée, et ne donne donc qu'une image partielle de ce qui se passe. Cette image n'a pas été positive. Le crédit était resserré sur toute la zone euro à des degrés divers d'intensité, et de façon plus spectaculaire dans les régions méridionales. Nous devons nous demander pourquoi il en est

ainsi. L'opération LTRO (en décembre) a atteint 490 Md€. Le retour des liquidités à court terme du système bancaire avant la LTRO était d'environ 280 Md€, de sorte que l'injection nette s'est seulement montée à 210 Md€. Et les obligations bancaires venant à échéance au premier trimestre étaient également d'environ 210 Md€. Par conséquent, il est probable que les banques ont tout simplement racheté leurs propres obligations venant à échéance. Nous avons évité un resserrement encore pire du crédit.

WSJ. : Seriez-vous prêt à faire plus, ou plus d'opérations de refinancement en cas de besoin?

M.D. : Vous savez comment nous répondons à ces questions. Nous ne prenons jamais d'engagement précoce.

WSJ. : La BCE a protégé ses avoirs en obligations grecques en échangeant des obligations pour de nouvelles. Des analystes disent que la BCE devrait subir le même sort qu'ont subi les détenteurs d'obligations du secteur privé. Quelle est votre réaction à cela?

M.D. : Le Programme de Marché des Valeurs mobilières (SMP) a acheté ces obligations parce que les canaux de transmission des politiques monétaires ont été brisés. L'achat de ces obligations a été effectué pour des raisons d'intérêt public. Aussi les gens ont tendance à oublier que cet argent de la BCE n'est pas de l'argent privé. C'est de l'argent public, ce sont des capitaux que la BCE s'est engagée à protéger, c'est l'argent des contribuables.

WSJ. : Est-ce que cela réduit l'impact des futurs achats, ou êtes-vous prêts à réduire progressivement le SMP?

M.D. : Le fonds de SMP sont de petite taille si on les compare à la taille des marchés obligataires européens, et les interventions sont devenus de plus en plus rares, ces derniers temps.

WSJ. : Pouvez-vous exclure les restructurations de la dette à venir? Certains analystes disent qu'un pays comme le Portugal pourrait en avoir besoin.

M.D. : Nous sommes confiants sur le fait que les pays de la zone prendront des mesures appropriées et que les objectifs de leurs programmes sont réalisables et réalistes.

WSJ. : Il y a eu de nombreuses discussions quant à savoir si les Chinois vont s'impliquer, si la Chine va acheter des obligations. Que pensez-vous de la participation institutionnelle chinoise sur les marchés financiers européens?

M.D. : Jusqu'ici, je ne vois aucune participation officielle sur les marchés financiers publics européens. Il y a eu beaucoup de discussions et de conversations. J'en entends parler, mais je n'ai vu aucun investissement officiel sur les marchés financiers européens.

WSJ. : Au cours de la dernière année deux hauts responsables allemands de la BCE ont démissionné. Le président actuel de la Bundesbank s'est opposé à l'échange d'obligations et a parlé des risques associés aux opérations de refinancement à trois ans. Y a-t-il un risque que l'Allemagne soit isolée au sein de la BCE?

M.D. : Le vote pour les opérations de refinancement à trois ans a été unanime. Étant donné la nature particulière de la BCE, l'un de mes objectifs est que nous ayons, tant que possible, un consensus. Nous devons faire les bons choix, et nous devons les faire ensemble.

WSJ. : Quand on regarde la crise de la dette depuis l'extérieur, les gens voient toutes ces réunions de crise et même si l'Europe a beaucoup de richesses, elle ne semble pas être en mesure de canaliser l'argent et a dû s'en remettre trois fois au FMI. Que voulez-vous dire aux non-Européens? L'Europe semble être un risque majeur et ne semble pas pouvoir résoudre ses problèmes toute seule.

M.D. : Je n'aurai pas un point de vue si négatif. Beaucoup de choses ont eu lieu en Europe depuis un an et demi. L'Europe est composée de différents pays : des pays qui possèdent des conditions initiales de dette forte, des pays à faible croissance et des pays à faible dette et à forte croissance, et se pose alors la question fondamentale de savoir comment nous allons faire une union budgétaire. Nous ne pouvons pas avoir un système qui vous permette de dépenser ce que vous voulez, puis demander d'émettre une dette commune. Vous ne pouvez pas avoir un système où vous dépensez et où je paie pour vous. Avant de passer à une union financière, nous devons avoir en place un système où les pays peuvent montrer qu'ils peuvent se tenir debout seuls. Et c'est la condition sine qua non pour que les pays fassent confiance aux autres. Ce soi-disant traité budgétaire est en fait une réalisation politique majeure, car c'est le premier pas vers une union fiscale. Il s'agit d'un traité par lequel les pays lâchent une part de souveraineté nationale dans le but d'accepter des règles budgétaires communes qui sont particulièrement

contraignantes, d'accepter la surveillance et d'accepter d'avoir ces règles inscrites dans leur Constitution afin qu'elles ne soient pas faciles à changer. Donc, c'est le début.

WSJ. : Vous êtes en fonction depuis maintenant quatre mois. Y a-t-il quelque chose qui vous a surpris? Regrettez-vous d'avoir pris ce travail ?

M.D. : Vous le dirais-je si c'était vrai ? Non, je ne regrette pas d'avoir pris ce travail. J'ai été membre du Conseil d'administration pendant six ans, alors certes cette nouvelle partie du poste est axée sur le mécanisme interne de la BCE. Mais des décisions de politique monétaire et les décisions connexes ont fait partie de mes fonctions, même avant, parce que nous avons partagé des décisions qui ont été prises dans le passé.

WSJ. : Vos premiers mois à la tête de la BCE ont été marqués par beaucoup d'activité. La BCE peut-elle faire beaucoup plus quand il s'agit de la stabilité financière et la croissance économique? A-t-elle fait à peu près tout ce que faire se peut?

M.D. : Ce que je vais dire ne concerne que les futures décisions de politique monétaire. Par son mandat principal, la BCE fera tout son possible pour assurer la stabilité des prix à moyen terme et il est de la compétence du traité de favoriser la stabilité financière.

WSJ. : Quelles sont les premiers chiffres vous regardez le matin?

M.D. : les marchés boursiers.

WSJ. : Vous regardez le taux de change de l'euro?

M.D. : Pas au petit matin.

[The European social model has already gone](#)

Mario Draghi, *Wall Street Journal*, February 23, 2012

Mario Draghi, president of the European Central Bank, spoke with Brian Blackstone, Matthew Karnitschnig and Robert Thomson of The Wall Street Journal on Feb. 22 about the importance of austerity in Europe, the Greek bailout deal and the ECB's recent decision to exempt its Greek bond portfolio from losses.

WSJ: What inning are we in with Greece until we know if we're at the resolution to end all resolutions?

Mario Draghi: I don't know baseball. But if we didn't have that package finalized, there would be no game. So this could be the beginning of a new world for Greece where the pending financing problems have been addressed. Now the policies will have to be enacted. The Greek Government has undertaken very serious commitments in the fiscal policy and in the structural policies areas. But there are implementation risks and probably oncoming elections. The Eurogroup gave reasonable probabilities to the success of the program if the measures, especially the structural measures, were undertaken.

Also one could see that there is a different awareness in the Greek public opinion to the extent that what's happening is painful but necessary. The number of people, who favour default, inflation or even exit from the euro doesn't seem to be prevalent in Greece.

WSJ: Do you think the acute phase of the crisis has passed? It struck us this week that once the deal was decided, we didn't see the kind of elation we've seen after past programs.

Draghi: It's hard to say if the crisis is over. Let us look at the positive changes of the last few months. There is greater stability in financial markets. Many governments have taken decisions on both fiscal consolidation and structural reforms. We have a fiscal compact where the European governments are starting to release national sovereignty for the common intent of being together. The banking system seems less fragile than it was a year ago. Some bond markets have reopened.

But the recovery is proceeding very slowly and remains subject of downside risks. I was surprised too that there was no elation after the approval of the package and this probably means that markets want to see the implementation of the policy measures.

WSJ: When you look at the risk profile of the package and the deal, is the greatest risk arising from the streets of Greece, or is the greatest risk arising from a lack of growth in Greece?

Draghi: In the end it seems the greatest risk is lack of implementation. Some measures are directly targeted to enhance competitiveness and job creation. Others foresee a radical fiscal consolidation. The two are very complementary to ensure a return to growth after the unavoidable contraction in economic activity.

WSJ: But some people say Greece is really suffering depression-like conditions, GDP off 15% or 16% peak to trough. What is your view of these austerity policies in the larger strategy right now, forcing austerity at all costs in order to bring the budget deficits down?

Draghi: This is actually a general question about Europe. Is there an alternative to fiscal consolidation? In our institutional set up the levels of debt-to-GDP ratios were excessive. There was no alternative to fiscal consolidation, and we should not deny that this is contractionary in the short term. In the future there will be the so-called confidence channel, which will reactivate growth; but it's not something that happens immediately, and that's why structural reforms are so important, because the short-term contraction will be succeeded by long-term sustainable growth only if these reforms are in place.

WSJ: Austerity means different things, what's good and what's bad austerity?

Draghi: In the European context tax rates are high and government expenditure is focused on current expenditure. A "good" consolidation is one where taxes are lower and the lower government expenditure is on infrastructures and other investments.

WSJ: Bad austerity?

Draghi: The bad consolidation is actually the easier one to get, because one could produce good numbers by raising taxes and cutting capital expenditure, which is much easier to do than cutting current expenditure. That's the easy way in a sense, but it's not a good way. It depresses potential growth.

WSJ: Which do you think are the most important structural reforms?

Draghi: In Europe first is the product and services markets reform. And the second is the labour market reform which takes different shapes in different countries. In some of them one has to make labour markets more flexible and also fairer than they are today. In these countries there is a dual labour market: highly flexible for the young part of the population where labour contracts are three-month, six-month contracts that may be renewed for years. The same labour market is highly inflexible for the protected part of the population where salaries follow seniority rather than productivity. In a sense labour markets at the present time are unfair in such a setting because they put all the weight of flexibility on the young part of the population.

WSJ: Do you think Europe will become less of the social model that has defined it?

Draghi: The European social model has already gone when we see the youth unemployment rates prevailing in some countries. These reforms are necessary to increase employment, especially youth employment, and therefore expenditure and consumption.

WSJ: Job for life...

Draghi: You know there was a time when (economist) Rudi Dornbusch used to say that the Europeans are so rich they can afford to pay everybody for not working. That's gone.

WSJ: With Greece there was a lot of focus on achieving numeric targets. Now if you take countries like Portugal or Spain, if they get these big structural economic reforms right, should they have to be so focused on meeting specific deficit targets?

Draghi: There is no feasible trade-off between the two. Fiscal consolidation is unavoidable in the present set up, and it buys time needed for the structural reforms. Backtracking on fiscal targets would elicit an immediate reaction by the market. Sovereign spreads and the cost of credit would go up. We've experienced all this.

WSJ: Do you think Portugal will need another bailout?

Draghi: No. We consider the program on track.

WSJ: Where do you see the interbank market now? Is it healing? Is it still dysfunctional?

Draghi: What we saw is that after the first (Longer Term Refinancing Operation) the senior unsecured bond market reopened. In the last two months we had something like €40 billion of new issuance, which is as about as much as it was in the previous six months or more. We also saw €30 billion in new covered bond issuance. But for the interbank markets to function we need a return of full confidence in the counterparty. We can address only the liquidity side of the problem. But then

growth prospects have to pick up. After a very weak fourth quarter, economic activity in the euro area is progressively stabilizing at low levels.

WSJ: It still seems as though credit has dried up in Spain, Italy and elsewhere.

Draghi: Our last bank lending survey was done in between the time the first LTRO was decided and when it was executed, so it gives only a partial picture of what is happening. That picture was not positive. Credit was tightening all over the euro area in different degrees of intensity, more dramatically in the southern regions. We have to ask ourselves why this is so. The LTRO allotment (in December) was €490 billion. The return of shorter-term liquidity from the banking system before the LTRO was about €280 billion, so that the net injection was only €210 billion. And the bank bonds coming due in the first quarter were also about €210 billion. Therefore, it is likely that banks simply repurchased their own bonds coming due. We have avoided an even worse credit crunch.

WSJ: Would you be open to doing more, or longer, LTROs if needed?

Draghi: You know how we answer these questions. We never pre-commit.

WSJ: The ECB protected its Greek bond holdings from losses by swapping the bonds for new ones. Critics say the ECB should suffer the fate that private sector bondholders have suffered. What's your response to that?

Draghi: The Securities Market Program bought these bonds because the monetary policy transmission channels were broken. The purchase of these bonds was done for public interest reasons. Also people tend to forget that this money the ECB has spent is not private money. It is public money, it is taxpayers' money and the ECB is committed to protect the taxpayers' money.

WSJ: Will that lessen the impact of future purchases, or are you willing to wind down the SMP?

Draghi: The SMP holdings are small if compared to the size of the European bond markets, and the interventions have become smaller and smaller in recent times.

WSJ: Can you rule out future debt restructurings? Some analysts would say that a country like Portugal would benefit from this.

Draghi: We have confidence that the program countries are taking appropriate actions and that the targets of their programs are achievable and realistic.

WSJ: There's been a lot of discussion on whether the Chinese will get involved, whether China will buy bonds. What do you see on Chinese institutional involvement in European financial markets?

Draghi: So far I don't see any official public involvement in European financial markets. There have been lots of talks and conversations. I hear about them but I haven't seen any official investment in European financial markets.

WSJ: Over the past year two top German officials at the ECB resigned. The current Bundesbank president opposed the bond swap and has spoken about risks associated with the three-year LTROs. Is there a risk Germany becomes isolated within the ECB?

Draghi: The vote for the three-year LTROs was unanimous. Given the peculiar nature of the ECB, one of my objectives is that we have as much consensus as possible. We have to do the right things, and we have to do them together.

WSJ: Looking at the debt crisis from the outside, people see all these crisis meetings and even though Europe has a lot of wealth it doesn't seem to be able to channel the money and has gone to the IMF three times. What do you say to people outside Europe? Europe seems to be a major risk and doesn't appear to be resolving its problems on its own.

Draghi: I wouldn't take such a negative view. Many things have happened in Europe in the last year and a half. You have different countries that have different initial conditions-high debt, low growth countries and countries with low debt and high growth-and they pose the fundamental question of how do we go on without being a fiscal union. We can't have a system where you spend as you want, and then you ask to issue (debt) together. You can't have a system where you spend and I pay for that. Before we move to a fiscal union we have to have in place a system where countries can show that they can stand on their own. And this is the prerequisite for countries to trust each other. This so-called fiscal compact treaty is actually a major political achievement because it's the first step towards a fiscal union. It's a treaty whereby countries release national sovereignty in order to accept common fiscal rules that are especially binding, and accept monitoring and accept to have these rules in their primary legislation so they are not easy to change. So that's the beginning.

WSJ: You've been in the position now for four months. Is there anything that has surprised you? Do you regret taking the job yet?

Draghi: Would I tell you that if it was true? No, I don't regret taking this job. I've been a member of the Governing Council for six years, so certainly the new part of this job is the inner machinery of the ECB. But the monetary policy decisions and the related decisions were part of my knowledge even before, because we shared decisions that were taken in the past.

WSJ: Your first months saw a lot of activity. Is there much more the ECB can do when it comes to financial stability and economic growth? Has it done about as much as it can?

Draghi: What I am going to say doesn't imply anything as far as future monetary policy decisions are concerned. Within its primary mandate the ECB will do its utmost to ensure price stability in the medium term and within the remit of the Treaty to foster financial stability.

WSJ: What's the first statistic you look at in the morning?

Draghi: Stock markets.

WSJ: Do you look at the euro exchange rate?

Draghi: Not in the early morning.