

QUELLES SONT LES DIFFICULTÉS ESSENTIELLES DE LA ZONE EURO ?

Patrick Artus

Natixis

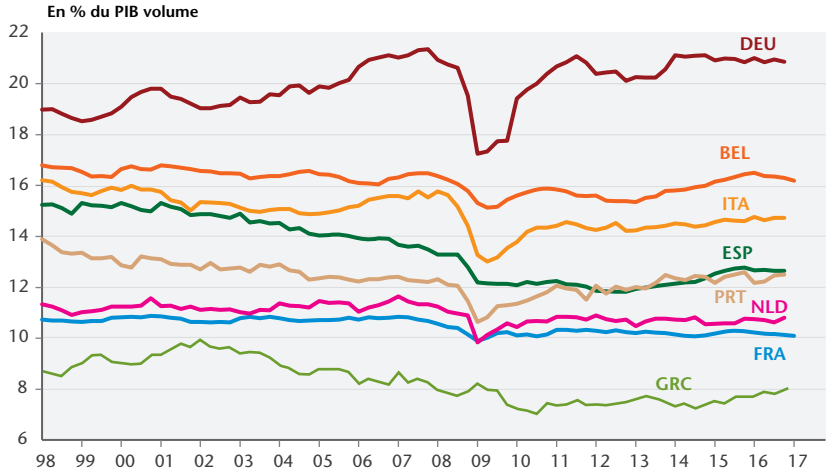
Nous nous intéressons aux difficultés structurelles majeures de la zone euro et aux moyens de les corriger. Il s'agit de l'hétérogénéité croissante des économies des pays, due en particulier à la divergence des spécialisations productives, et de l'absence de correction de cette hétérogénéité par le fédéralisme ; de l'arrêt de la mobilité des capitaux entre les pays de l'OCDE ; de l'absence de coordination des politiques économiques qui génèrent des externalités entre les pays de la zone euro ; du caractère asymétrique des mécanismes d'ajustement (des politiques budgétaires, des compétitivités-coûts) qui ne sont mises en place que par les pays en difficulté ; de la gestion difficile de la politique budgétaire et de l'endettement public. Nous pensons que les difficultés de la zone euro peuvent être rangées dans trois catégories : l'absence de mécanisme qui permet de lutter contre les hétérogénéités ; l'absence de coordination des politiques économiques et la divergence dans les fonctionnements des marchés du travail ; les erreurs des politiques économiques dans leur conception et dans leur mise en œuvre.

Mots clés : zone euro, hétérogénéité, coordination des politiques économiques, externalités.

1. Absence de mécanisme permettant de lutter contre l'hétérogénéité

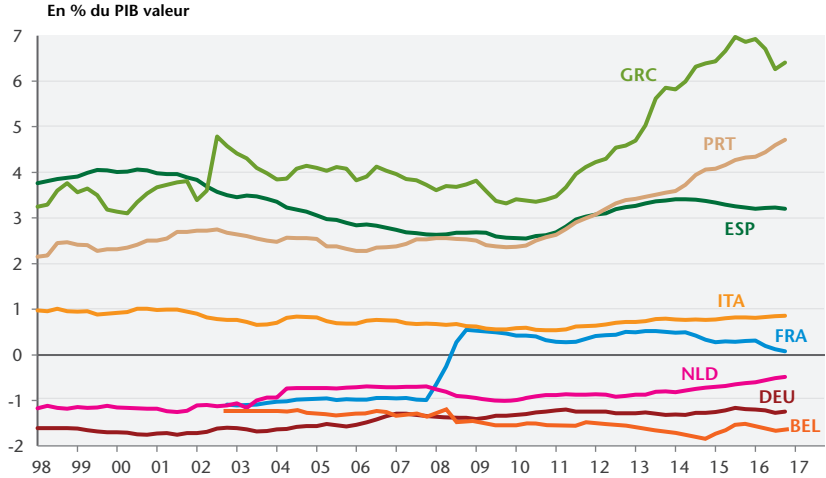
L'hétérogénéité des pays de la zone euro ne vient pas d'une asymétrie cyclique entre ces pays – la corrélation des cycles est forte entre les pays de la zone euro (De Grauwe et Ji, 2017 ; Belke, Domnick et Gros, 2016 ; De Haan, Inklaar Jong-A-Pin, 2008). L'hétérogénéité vient d'asymétries structurelles entre les pays.

Graphique 1. Valeur ajoutée dans le secteur manufacturier



DEU : Allemagne, BEL : Belgique, ESP : Espagne, FRA : France, GRC : Grèce, ITA : Italie, NDL : Pays-Bas, PRT : Portugal.
Sources : Datastream, Eurostat, Natixis.

Graphique 2. Balance commerciale dans le tourisme

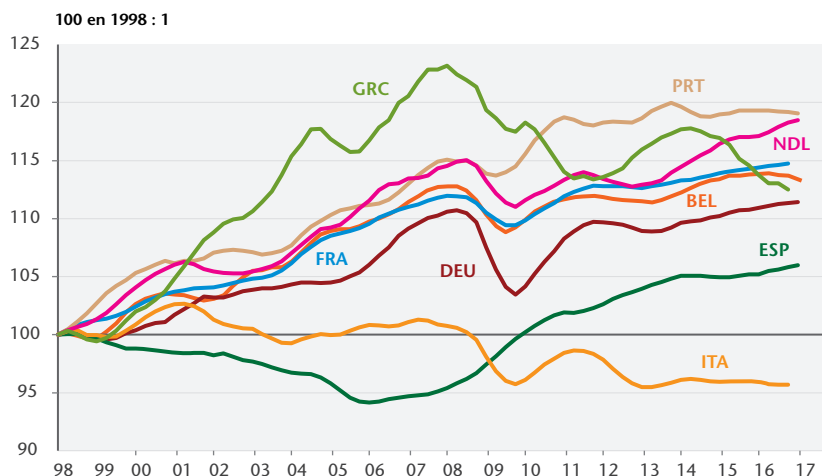


DEU : Allemagne, BEL : Belgique, ESP : Espagne, FRA : France, GRC : Grèce, ITA : Italie, NDL : Pays-Bas, PRT : Portugal.
Sources : Datastream, Eurostat, Natixis.

Au départ de ces asymétries structurelles, on trouve les différences entre les spécialisations productives. Le graphique 1 montre par exemple les poids de l'industrie manufacturière dans le PIB, le graphique 2 les balances commerciales pour le tourisme.

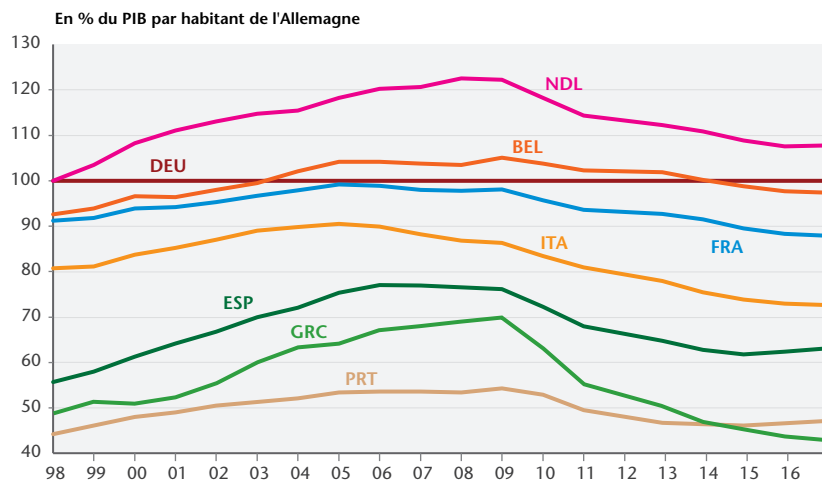
Les spécialisations productives étant différentes, il s'ensuit une divergence de la productivité du travail (graphique 3), donc du revenu par habitant (graphique 4).

Graphique 3. Productivité par habitant



DEU : Allemagne, BEL : Belgique, ESP : Espagne, FRA : France, GRC : Grèce, ITA : Italie, NDL : Pays-Bas, PRT : Portugal.
Sources : Datastream, Eurostat, Natixis.

Graphique 4. PIB par habitant en euros

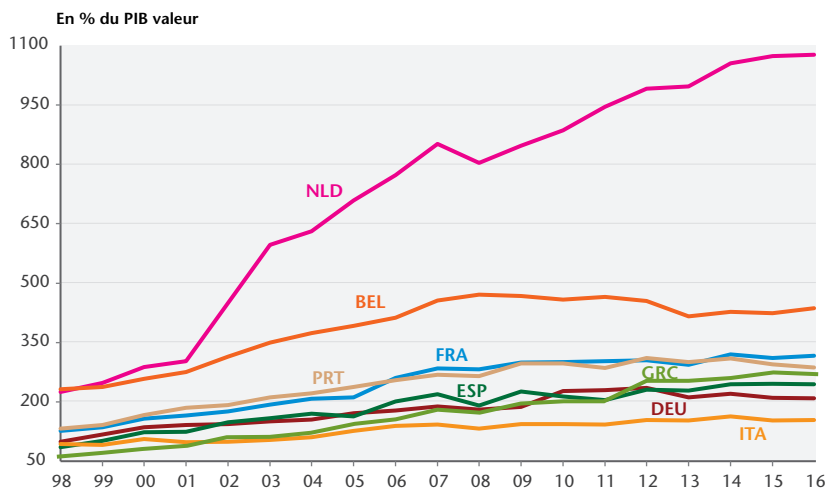


DEU : Allemagne, BEL : Belgique, ESP : Espagne, FRA : France, GRC : Grèce, ITA : Italie, NDL : Pays-Bas, PRT : Portugal.
Sources : Datastream, Eurostat, Natixis.

Dans un État fédéral, l'hétérogénéité des niveaux de revenu est corrigée par des transferts de revenu dus au fédéralisme, allant des régions les plus riches vers les régions les plus pauvres. Ce n'est pas le cas dans la zone euro où rien ne compense la divergence des niveaux de revenu, d'où un risque politique et social évidemment à terme.

Il est probable que l'intégration monétaire dans la zone euro étant allée très loin (avec des dettes et actifs extérieurs de très grande taille en euros, graphique 5), le coût de sortie de l'euro est énorme (Guiso, Sapienza, Zingales, 2016).

Graphique 5. Dette extérieure brute



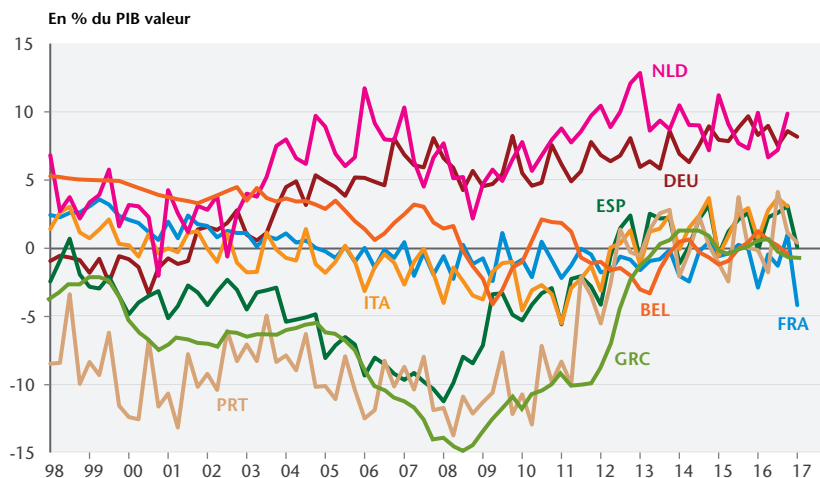
DEU : Allemagne, BEL : Belgique, ESP : Espagne, FRA : France, GRC : Grèce, ITA : Italie, NDL : Pays-Bas, PRT : Portugal.
Sources : Datastream, Eurostat, Natixis.

Mais l'incapacité à corriger les inégalités de revenus entre les pays crée certainement un risque d'explosion. Certains auteurs mentionnent de plus que les forces centrifuges ne sont pas seulement de nature économique mais sont aussi dues à des asymétries, des différences culturelles : rôle de l'État, religion, rôle des femmes, solidarités (Guiso, Morelli, Herrera, 2016 ; Alesina, Tabellini et Trebbi, 2017). La diversité des spécialisations productives a aussi conduit à la divergence des balances courantes jusqu'à la crise de l'euro (graphique 6).

Les pays qui avaient des déficits extérieurs structurels (Espagne, Italie, Portugal, Grèce) ont alors été (à partir de 2010) confrontés à

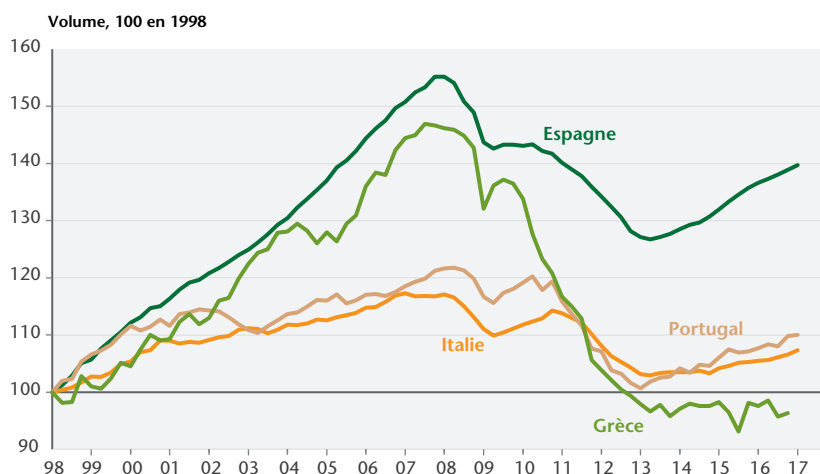
une crise de balance des paiements, à un « sudden stop », avec incapacité à financer leur déficit extérieur. Cette crise a imposé à ces pays une contraction de leur demande intérieure (graphique 7), permettant de faire disparaître leur déficit extérieur.

Graphique 6. Balance courante



DEU : Allemagne, BEL : Belgique, ESP : Espagne, FRA : France, GRC : Grèce, ITA : Italie, NDL : Pays-Bas, PRT : Portugal.
Sources : Datastream, FMI, Natixis.

Graphique 7. Demande intérieure



DEU : Allemagne, BEL : Belgique, ESP : Espagne, FRA : France, GRC : Grèce, ITA : Italie, NDL : Pays-Bas, PRT : Portugal.
Sources : Datastream, INE, Istat, NSSG, Natixis.

La divergence des balances courantes jusqu'à la crise de l'euro en 2010 est due au départ à la divergence des spécialisations productives. Mais elle a été aggravée par la croissance excessive de l'investissement immobilier (Lane et Pels, 2012), par l'absence de supervision à l'époque des déficits extérieurs (Giavazzi et Spaventa, 2010 ; Blanchard et Giavazzi, 2002), par l'absence de discipline de marché – les marchés financiers n'ont pas valorisé correctement les risques des pays endettés (Wickens, 2016 ; Dellas et Tavlas, 2012 ; Shin, 2012), par les corrélations entre les crises souveraines et les crises des banques, (Mody et Sandri, 2011 ; Reinhart et Rogoff, 2011).

Nous ne prétendons pas ici que la totalité de la divergence entre les balances courantes résulte de celle des spécialisations productives. Il existe bien sûr aussi les causes mentionnées ci-dessus, en particulier jusqu'en 2009 une intégration financière mal maîtrisée (Delatte et Ragot, 2016) : les pays à excédent d'épargne ont prêté aux pays à déficit d'épargne, et ces prêts ont été utilisés en partie à des usages spéculatifs ou improductifs : financement de la bulle immobilière et de l'excès d'endettement des ménages en particulier.

Mais il nous paraît clair que la divergence des structures productives a joué et continuera à jouer un rôle majeur, et on voit aujourd'hui qu'elle ne peut pas être corrigée par les règles du « six-pack » : quel est le sens d'imposer un excédent extérieur maximum à l'Allemagne si l'Allemagne concentre la production industrielle de la zone euro ?

Le fédéralisme serait donc doublement nécessaire. D'une part, pour corriger, avec des transferts de revenus, les écarts croissants de niveau de vie entre les pays ; d'autre part, pour corriger les effets sur les balances courantes des écarts de spécialisation productives : des transferts de revenus entre les pays permettraient d'équilibrer les balances courantes, même avec des balances commerciales déséquilibrées.

Cette constatation paraît évidente : pourquoi alors le fédéralisme n'est-il pas mis en place dans la zone euro ? Le débat de politique économique présent au sujet des réformes institutionnelles dans la zone euro éclaire ce point. La vue « française » est bien qu'il faut créer les bases du fédéralisme (budget de la zone euro, financé par des impôts communs ou par l'émission d'euro-bonds).

La vue « allemande » est que l'hétérogénéité des pays est surtout due aux mauvaises politiques économiques. Il est alors de la responsabilité de chaque pays de la zone euro d'éviter les déficits publics excessifs, de mettre en place les réformes structurelles qui redressent la croissance potentielle, qui fassent baisser le chômage structurel.

Notre point ici consiste à dire que l'hétérogénéité des pays, au-delà des possibles erreurs de politique économique, résulte essentiellement de la divergence inévitable, normale et même souhaitable, des spécialisations productives.

Cette hétérogénéité des pays ne peut pas être corrigée si elle résulte d'une divergence légitime des spécialisations productives due à celle des avantages comparatifs des pays. Ce sont donc bien des transferts permanents des pays riches vers les pays pauvres qu'il faut envisager.

2. Absence de coordination des politiques et des fonctionnements des marchés du travail

Dans une union monétaire, les écarts entre les politiques économiques ou les écarts entre les niveaux de coûts de production ne peuvent pas être corrigés évidemment par des mouvements des taux de change. Ceci impose la coordination des politiques économiques et des politiques salariales dès lors qu'elles génèrent des externalités entre les autres pays.

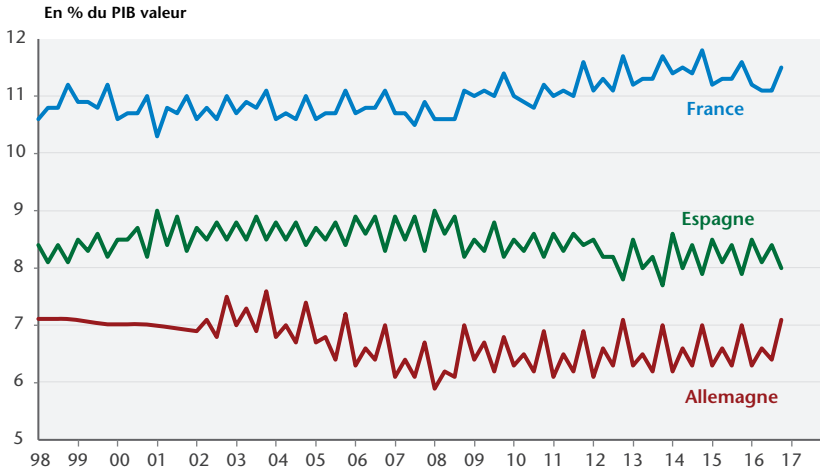
En ce qui concerne les politiques économiques, cette coordination n'existe pas. On voit par exemple que l'Allemagne a baissé les cotisations sociales des entreprises dans la première moitié des années 2000, l'Espagne depuis 2009, la France s'apprête à le faire (graphique 8), avec l'objectif clair de gagner des parts de marché vis-à-vis des autres pays.

On voit que la concurrence fiscale passe aussi par la taxation des impôts des entreprises, et que ceci a conduit à une baisse continue des taux d'imposition moyens des profits dans la zone euro (graphique 9).

L'absence de coordination des politiques fiscales dans les pays de la zone euro fait courir le risque de « race to the bottom » (Mendoza, Tesar, Zhang, 2014) : d'une convergence vers un taux d'imposition très bas dans tous les pays des facteurs mobiles de

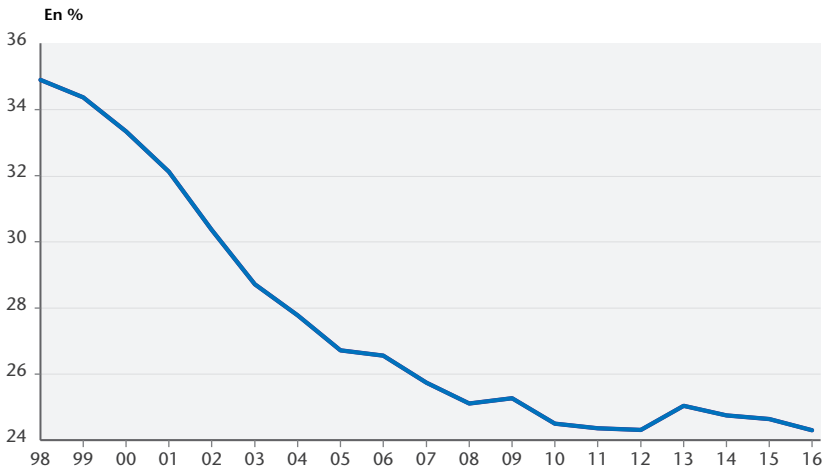
production, nécessitant une baisse forte des dépenses publiques, de la générosité de la protection sociale.

Graphique 8. Cotisations sociales des entreprises



Sources : Datastream, Eurostat, Natixis.

Graphique 9. Zone euro* : taux moyen d'imposition des profits des entreprises



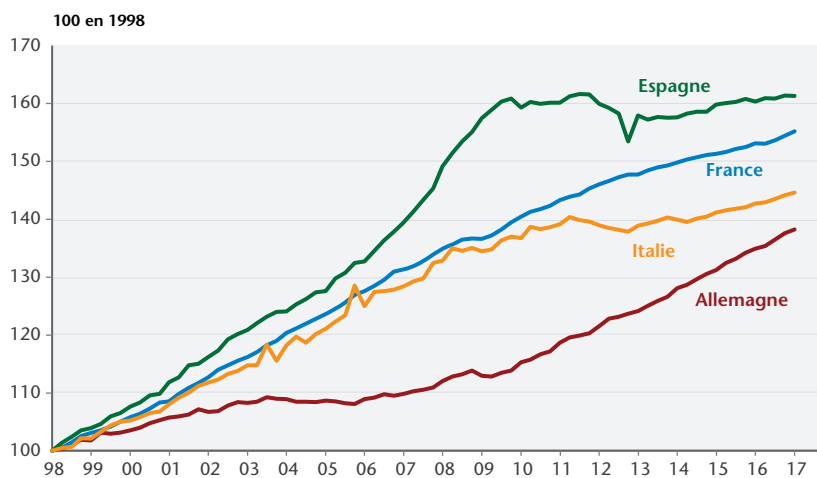
* Moyenne entre les 19 pays de la zone euro.

Sources : Commission européenne : DG Taxation and Customs Union, OCDE, Natixis.

Il en est de même pour la formation des salaires. Les marchés du travail fonctionnent différemment dans les différents pays de la zone euro, les modèles de formation des salaires ne sont pas coor-

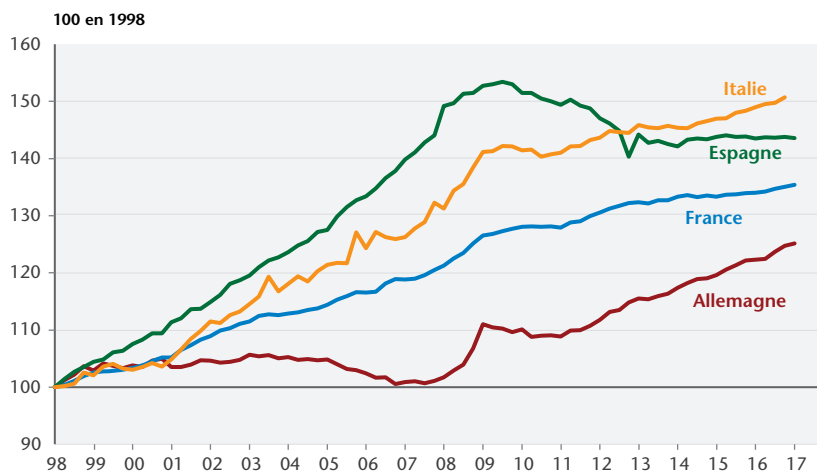
donnés. Ceci a entraîné, depuis la création de l'euro, la divergence des salaires et des coûts salariaux (graphiques 10 et 11).

Graphique 10. Salaire nominal par tête



Sources : Datastream, Eurostat, Natixis.

Graphique 11. Coût salarial unitaire

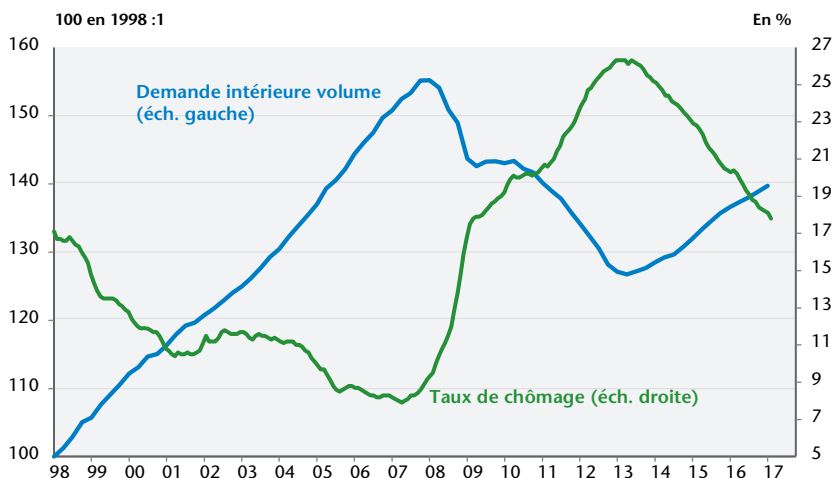


Sources : Datastream, Eurostat, Natixis.

Certains pays peuvent donc accumuler un déficit important de compétitivité-coût vis-à-vis des autres pays (l'Espagne jusqu'en 2008, la France et l'Italie aujourd'hui), les contraignant à terme à

mettre en place une dévaluation interne (une contraction des salaires dans une union monétaire), comme l'Espagne à partir de 2009, avec les coûts associés : recul de demande intérieure, hausse du chômage (graphique 12).

Graphique 12. Espagne : demande intérieure et taux de chômage



Sources : Datastream, Eurostat, Natixis.

Les dévaluations internes, en faisant reculer l'activité et l'inflation (puisque'il y a baisse des coûts salariaux), favorisent aussi l'apparition des crises des dettes publiques, en dégradant la solvabilité budgétaire des pays. Pour progresser, la zone euro devrait donc bien organiser la coordination des politiques fiscales qui génèrent des externalités ; devrait mettre en place une forme « d'Union des Marchés du Travail », pour rapprocher les formations des salaires entre les pays et éviter les divergences des compétitivités-coûts.

Il faudrait en fait faire un inventaire de l'ensemble des externalités que font apparaître les politiques économiques d'un pays de la zone euro sur les autres pays, et réactiver le concept de subsidiarité : dès que des externalités importantes sont présentes, les politiques économiques doivent être coordonnées, sinon le principe de subsidiarité doit s'appliquer : les politiques sont mieux définies au niveau de chaque pays.

La mise en évidence des externalités peut, il faut le reconnaître, être complexe ; si par exemple un pays baisse les cotisations

sociales des employeurs, il est logique de penser qu'il détruit des emplois dans les autres pays de la zone euro ; mais il faudrait évaluer quantitativement l'ampleur de cette externalité négative. La difficulté ici est aussi bien sûr politique : aucun pays n'est en réalité prêt aux abandons de souveraineté qu'impliquerait la coordination des politiques économiques générant des externalités.

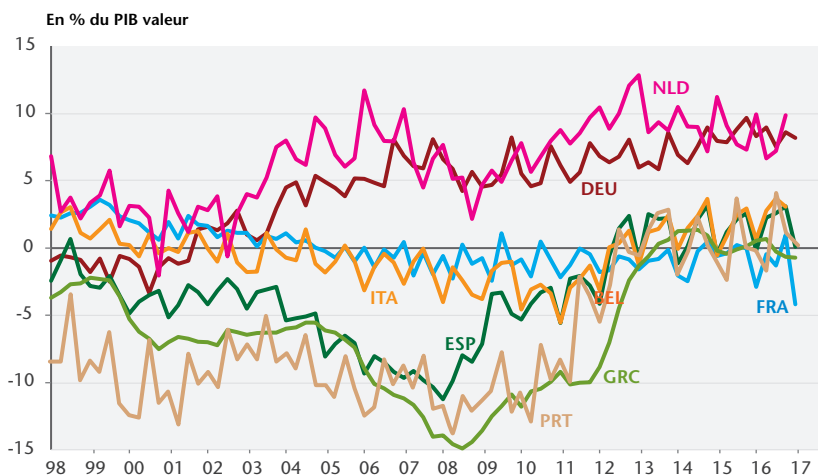
3. Erreurs de politique économique dans leur conception et dans leur mise en œuvre

3.1. Conception

Nous pensons tout d'abord qu'il y a deux problèmes graves de conception des politiques économiques de la zone euro.

Le premier concerne l'asymétrie des processus d'ajustement. Dans la zone euro, si un pays a un problème de compétitivité-coût, il doit réduire ses coûts de production sans que les autres pays accroissent les leurs (on a vu plus haut le cas de l'Espagne à partir de 2009) ; si un pays a un problème de déficit extérieur, il doit le faire disparaître alors que les pays qui ont des excédents extérieurs les conservent (le graphique 13 montre le contraste entre l'Espagne, l'Italie, la Grèce, le Portugal d'un côté, l'Allemagne et les Pays-Bas de l'autre).

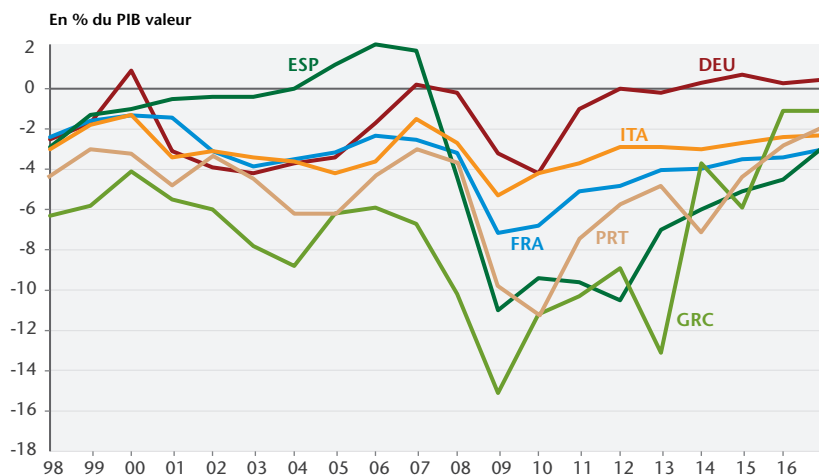
Graphique 13. Balance courante



DEU : Allemagne, BEL : Belgique, ESP : Espagne, FRA : France, GRC : Grèce, ITA : Italie, NDL : Pays-Bas, PRT : Portugal.
Sources : Datastream, FMI, Natixis.

Si un pays a un déficit budgétaire, il doit le faire disparaître, alors qu'un pays qui a un excédent budgétaire le conserve (le graphique 14 montre le contraste entre la France, l'Espagne, l'Italie, la Grèce, le Portugal d'un côté, l'Allemagne de l'autre).

Graphique 14. Déficit public

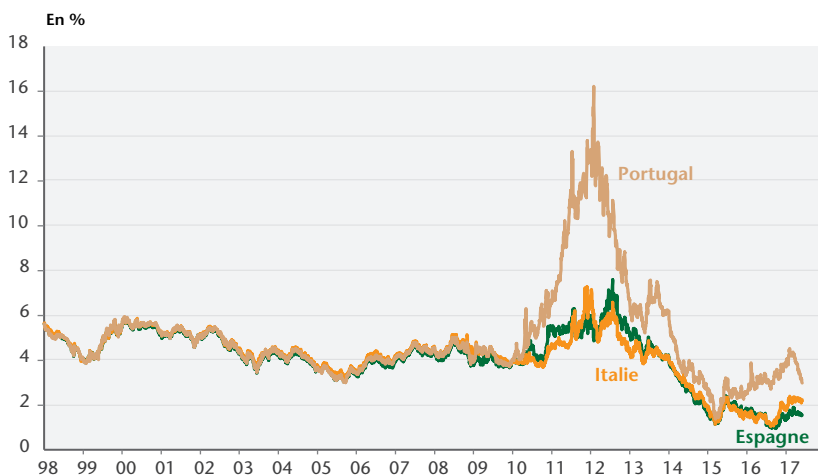


Sources : Datastream, prévisions Natixis.

On voit donc que lorsqu'il y a ajustement de politique économique dans la zone euro, il y a toujours politique restrictive dans les pays en difficulté et non politique expansionniste dans les pays en bonne santé, ce qui crée un biais récessif permanent (Orphanides, 2017). L'autre erreur de conception des politiques économiques dans la zone euro vient de la gestion du risque lié aux dettes souveraines. La BCE a laissé certaines dettes publiques de la zone euro perdre leur statut d'actif sans risque de 2009 à 2014 (le graphique 15 montre la forte hausse des taux d'intérêt sur ces dettes (De Grauwe et Yi, 2012, 2013 ; Aizenman, Hutchinson et Jinjark, 2011), alors que les épargnants ont besoin d'une quantité importante d'actifs sans risque (Caballero et Farhi, 2014 ; Van Riet, 2017).

De plus, dès lors qu'une dette publique présente un risque de défaut, il apparaît une possibilité d'équilibres multiples sur cette dette, un des équilibres étant celui où la possibilité anticipée de défaut augmente, d'où la hausse du taux d'intérêt, d'où la hausse effective de la probabilité de défaut (Ayres, Navarro, Icolini et Teles, 2015 ; Corsetti et Dedola, 2016 ; Jarocinski et Mackowiak, 2017).

Graphique 15. Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'État



Sources : Datastream, Natixis.

Le risque de saut sur un équilibre avec risque de défaut élevé ne se produit pas s'il y a une dette fédérale sans risque de défaut (des Eurobonds).

3.2. Mise en œuvre des politiques économiques

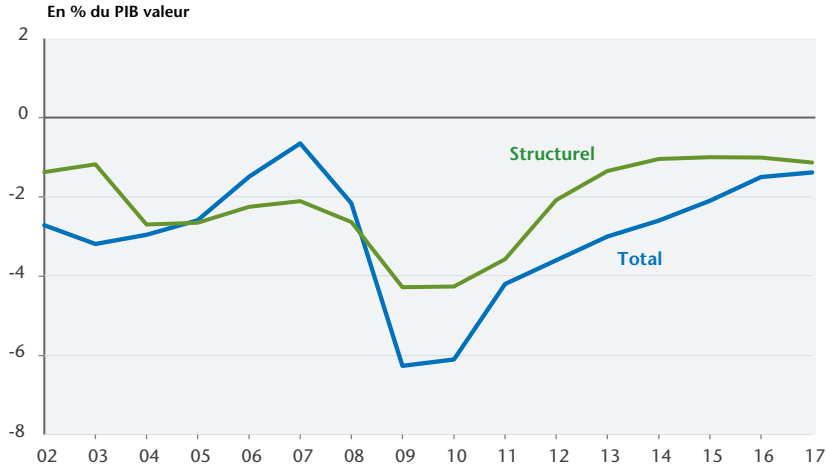
Le débat central est ici celui de l'austérité budgétaire. Pour beaucoup d'économistes, les gouvernements de la zone euro ont eu tort de réduire le déficit public, surtout le déficit public structurel, corrigé des effets du cycle économique, en 2011, alors que le taux de chômage et l'*output gap* de la zone euro étaient encore très élevés (graphiques 16 et 17).

Cette politique budgétaire trop tôt restrictive aurait déclenché le recul de l'activité dans la zone euro de 2011 à 2014 (graphique 18) et la crise des dettes publiques.

Ceci nous ramène au débat sur le multiplicateur budgétaire (effet du déficit public sur le PIB). Ceux qui critiquent l'austérité budgétaire de la zone euro partent de travaux qui montrent que le multiplicateur budgétaire est élevé dans les récessions ou lorsque les taux d'intérêt butent sur la contrainte de positivité (House, Proebsting et Tesar, 2017 ; Farhi et Werning, 2016).

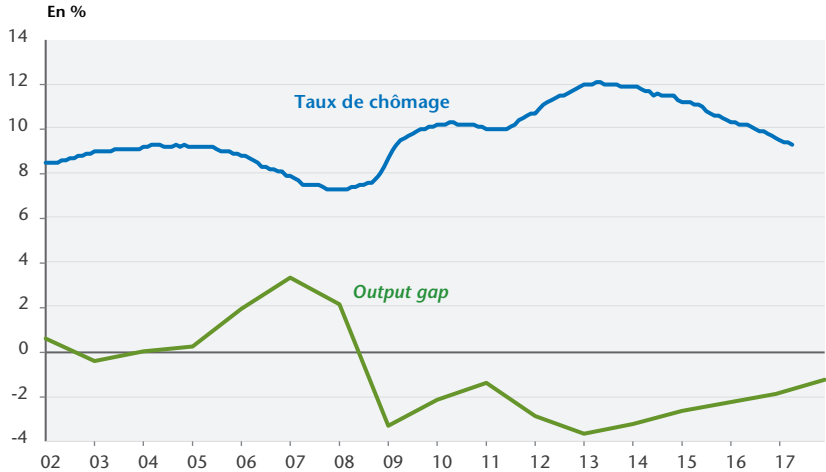
Mais d'autres travaux parviennent à une conclusion très différente : que le multiplicateur budgétaire ne dépend pas de la

Graphique 16. Zone euro : déficit public



Sources : Datastream, Eurostat, OCDE, Natixis.

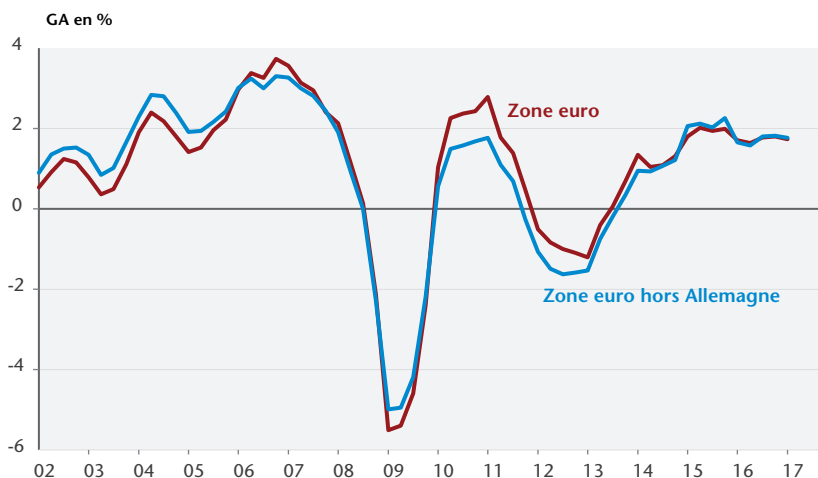
Graphique 17. Zone euro : taux de chômage et Output gap



Sources : Datastream, Eurostat, Natixis.

position cyclique de l'économie, mais qu'il est élevé s'il y a réduction des dépenses publiques et faible s'il y a baisse des dépenses publiques (Alesina, Barbiero, Favero, Giavazzi et Paradisi, 2017 ; Alesina, Favero et Giavazzi, 2015).

Graphique 18. Croissance du PIB en volume



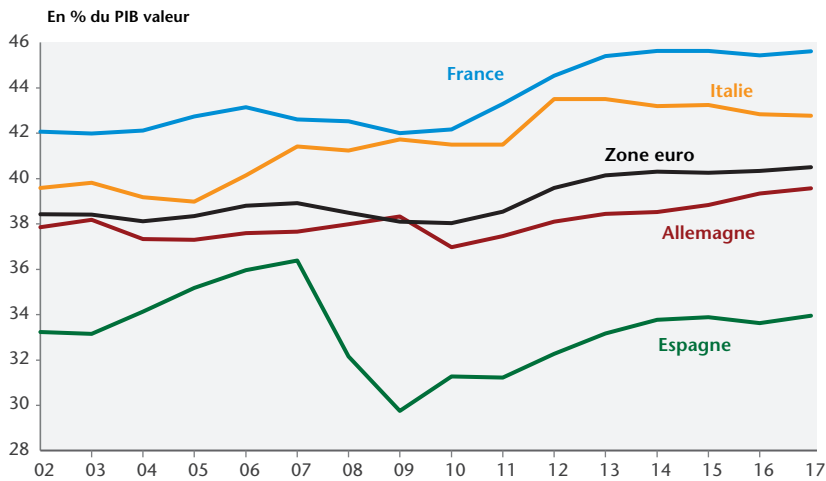
Sources : Datastream, Commission européenne, Natixis.

Si ce second groupe d'auteurs a raison, le problème de politique budgétaire de la zone euro n'a pas été la réduction des déficits publics à partir de 2011 mais l'utilisation dans certains pays de la hausse de la pression fiscale et non de la baisse des dépenses publiques pour réduire le déficit public (graphiques 19 et 20).

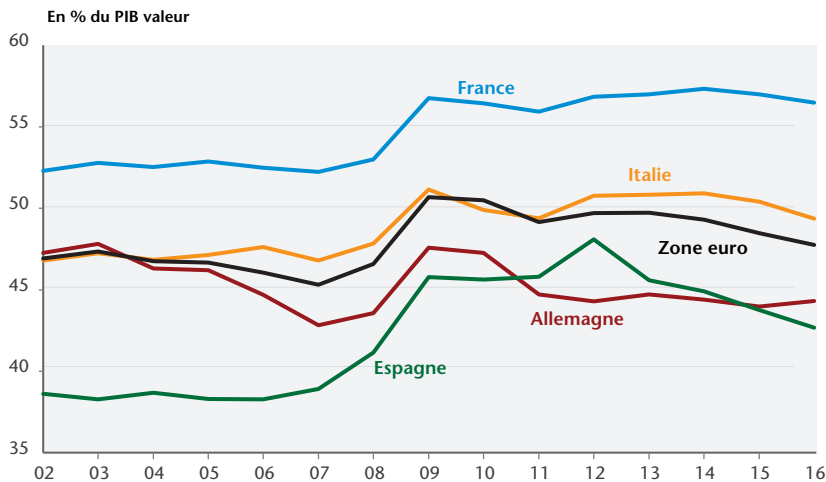
Il ne semble pas que le débat sur les multiplicateurs budgétaires soit tranché, tant les travaux empiriques ont des résultats divergents. Une motion de compromis consiste à dire que la politique budgétaire de la zone euro a été procyclique de 2011 à 2014, et que ceci est critiquable, mais que la situation est aujourd'hui différente ; que l'utilisation de la hausse de la pression fiscale a affaibli dans de nombreux pays la rentabilité des entreprises et l'investissement.

Ce problème ne nous paraît plus aujourd'hui être un des problèmes essentiels de la zone euro : il existe une flexibilité suffisante à la Commission européenne pour que la politique budgétaire puisse être utilisée en cas de difficulté, le déficit public structurel de la zone euro a un peu augmenté depuis 2014, ce qui montre qu'il y a sans doute aujourd'hui moins de dogmatisme budgétaire.

Graphique 19. Pression fiscale



Graphique 20. Dépenses publiques



4. Conclusion : quels débats de macroéconomie et de politique économique sont pertinents pour la zone euro ?

Ce qui précède montre qu'un certain nombre de débats de macroéconomie et de politique économique sont centraux pour l'analyse de la situation de la zone euro :

1. l'effet de l'unification monétaire sur la spécialisation productive et l'hétérogénéité des pays (ce qu'on a appelé l'endogénéité des critères de formation d'une zone monétaire optimale) ;
2. la nécessité du fédéralisme (transferts systématiques de revenus, dette publique fédérale) pour assurer la stabilité à moyen terme d'une union monétaire et les moyens d'assurer une transition acceptable par tous vers le fédéralisme ;
3. la possibilité qu'il y ait des crises de balance des paiements (des « sudden stops ») affectant les pays d'une union monétaire sans fédéralisme ; de même la possibilité que ces pays subissent des crises auto-réalisatrices des dettes publiques ;
4. la nécessité de coordonner les politiques économiques, fiscales qui génèrent des externalités entre les pays d'une union monétaire et la réactivation du concept de subsidiarité ;
5. le danger que présente l'hétérogénéité du fonctionnement des marchés du travail dans les pays d'une union monétaire ;
6. la faisabilité des dévaluations internes dans une union monétaire malgré leurs coûts élevés en activité et en emplois ;
7. la nécessité qu'il y a, dans une union monétaire, à avoir des mécanismes d'ajustement symétrique, et qui ne consistent pas uniquement en la mise en place de politiques restrictives dans les pays en difficulté ;
8. le risque qu'il y a à perdre le statut de dette sans risque de défaut aux dettes publiques de certains pays d'une union monétaire ;
9. la nécessité de continuer à travailler sur le multiplicateur budgétaire pour savoir s'il dépend surtout de la position cyclique de l'économie ou surtout des causes de la variation du déficit public (dépenses publiques ou pression fiscale).

Références

- Aizenman J., Hutchison M., Jinjara Y., 2013, « What is the risk of European sovereign debt defaults? Fiscal space, CDS spreads and market pricing of risk », *Journal of International Money and Finance*, 34 : 37-59.
- Alesina A., Barbiero O., Favero C. A., Giavazzi F. et Paradisi M., 2017, « The effects of Fiscal Consolidations: Theory and Evidence », *CEPR Discussion Paper*, n° 12016.
- Alesina A., Favero C. et Giavazzi F., 2015, « The output effect of fiscal consolidation plans », *Journal of International Economics*, 96 : S19-S42.
- Alesina A., Tabellini G. et Trebbi F., 2017, « Is Europe an Optimal Political Area? », *CEPR Discussion Paper*, n° 12017.
- Ayres J., Navarro G., Nicolini J. P. et Teles P., 2015, « Sovereign default: The role of expectations », Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Working Paper*, n° 723.
- Belke A., Domnick C., et Gros D., 2016, « Business Cycle Synchronization in the EMU: Core vs. Periphery », *CEPS Working Document*, n° 427.
- Blanchard O. et Giavazzi F., 2002, « Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein-Horioka Puzzle? », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2(2002), 147-186.
- Caballero R. E. et Farhi E., 2014, « The Safety Trap », *NBER Working Paper*, n° 19927, février.
- Corsetti G. et Dedola L., 2016, « The mystery of the printing press: Monetary policy and self-fulfilling debt crises », *Journal of the European Economic Association*, 14(6) : 1329-1371.
- De Grauwe P. et Ji Y., 2017, « Endogenous Asymmetric Shocks in the Eurozone. The Role of Animal Spirits », *CEPR Discussion Paper*, n° 11887.
- De Grauwe P. et Yi J., 2013, « Self-fulfilling crises in the Eurozone: An empirical test », *Journal of International Money and Finance*, 34, 15-36, avril.
- De Grauwe P. et Yi J., 2012, « Mispricing of Sovereign Risk and Macroeconomic Stability in the Eurozone », *Journal of Common Market Studies*, 50(6) : 866-880.
- De Haan J., Inklaar R. et Jong-A-Pin R., 2008, « Will business cycles in the euro area converge? A critical survey of empirical research », *Journal of economic surveys*, 22(2) : 234-273.
- Delatte A. L. et Ragot X., 2016, in OFCE, *L'économie européenne 2016*, Repères, Editions La Découverte.
- Dellas H. et Tavlas G. S., 2012, « The road to Ithaca: the Gold Standard, the Euro and the origins of the Greek sovereign debt crisis », Paper at Cato Institute 30th Annual Monetary Conference, Washington D.C., 15 novembre.

- Farhi E. et Werning I., 2016, « Fiscal multipliers: Liquidity traps fiscal multipliers: Liquidity traps and currency unions », *Handbook of Macroeconomics*.
- Giavazzi F. et Spaventa L., 2010, « Why the Current Account Matters in a Monetary Union », *CEPR Discussion Paper*, n° 8008.
- Guiso L., Herrera H. et Morelli M., 2016, « Cultural differences and institutional integration », *Journal of International Economics*, 99: S97-S113.
- Guiso L., Sapienza P. et Zingales L., 2016, « Monnet's error? », *Economic Policy*, 31(86):247-297.
- House C. L., Proebsting C. et Tesar L. L., 2017, « Austerity in the aftermath of the great recession », *NBER Working Paper*, n° 23147.
- Jarocinski M. et Mackowiak B. A., 2017, « Monetary-Fiscal Interactions and the Euro Area's Malaise », *CEPR Discussion Paper*, n° 12020.
- Lane Ph. R. et Pels B., 2012, « Current Account Imbalances in Europe », *CEPR Discussion Paper*, n° 8958.
- Mendoza E. G., Tesar L. et Zhang J., 2014, « Saving Europe?: The Unpleasant Arithmetic of Fiscal Austerity in Integrated Economies », *NBER Working Paper*, n° 20200.
- Mody A. et Sandri D., 2011, « The Eurozone Crisis: How Banks and Sovereigns Came to Be Joined At the Hip », *IMF Working Paper*, n° 11/269.
- Orphanides A., 2017, « The Fiscal-Monetary Policy Mix in the Euro Area: Challenges at the Zero Lower Bound », *CEPR Discussion Paper*, n° 12039.
- Reinhart C. M. et Rogoff K. S., 2011, « From Financial Crash to Debt Crisis », *American Economic Review*, 101(5):1676-1706.
- Shin Hyun Song, 2012, « Global Banking Glut and Loan Risk Premium », Mundell-Fleming Lecture, presented at the IMF Annual Research Conference, novembre 2011, *IMF Economic Review*, 60 : 155-192.
- Van Riet A., 2017, « Addressing the safety trilemma: a safe sovereign asset for the Eurozone », *ESRB Working Paper*, n° 35, février.
- Wickens M. R., 2016, « Is there an alternative way to avoid another Eurozone crisis to the Five Presidents Report? », *CEPR Discussion Paper*, n° 11225.

