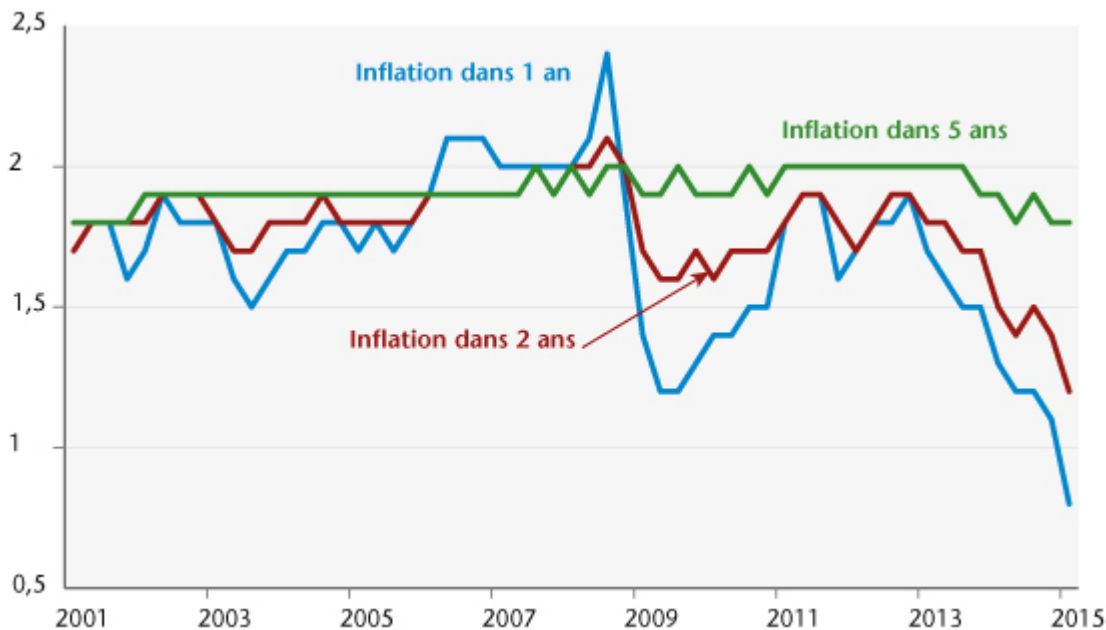


Exercices d'assouplissement à la BCE : il n'y a pas d'âge pour commencer

par [Christophe Blot](#), [Jérôme Creel](#), [Paul Hubert](#) et [Fabien Labondance](#)

La décision de la BCE de lancer un plan d'assouplissement quantitatif (QE) était largement anticipée. En effet, Mario Draghi avait répété à plusieurs reprises au cours du deuxième semestre 2014 que le Conseil des gouverneurs était unanime dans son engagement à mettre en œuvre les mesures nécessaires, dans le respect de son mandat, pour lutter contre le risque d'un ralentissement prolongé de l'inflation. De par l'ampleur et la nature du plan annoncé le 22 janvier 2014, la BCE envoie un signal fort, bien que peut-être tardif, de son engagement à lutter contre le risque déflationniste qui s'est amplifié dans la zone euro, ainsi qu'en atteste notamment le décrochage des anticipations d'inflation aux horizons d'un et deux ans (graphique 1). Dans [l'étude spéciale intitulée « Que peut-on attendre du l'assouplissement quantitatif de la BCE ? »](#), nous clarifions les conséquences de cette nouvelle stratégie en explicitant les mécanismes de transmission de l'assouplissement quantitatif, et en se référant aux nombreuses études empiriques sur les précédents assouplissements intervenus aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et au Japon.

Graphique : Anticipations d'inflation dans la zone euro



Source : BCE (Survey of Professional Forecasters).

Les modalités de l'assouplissement quantitatif décidées par la BCE sont en effet proches de celles adoptées par d'autres banques centrales, en particulier la Réserve fédérale ou la Banque d'Angleterre, ce qui légitime les comparaisons. Il ressort des expériences américaines, britanniques et japonaises que les mesures mises en œuvre ont conduit à une baisse des taux d'intérêt souverains et plus généralement à une amélioration des conditions financières dans l'ensemble de l'économie[1]. Ces effets ont notamment résulté d'un signal sur l'orientation présente et future de la politique monétaire et d'une réallocation des portefeuilles des investisseurs. Certaines études[2] montrent également que le QE américain a provoqué une dépréciation du dollar. La transmission du QE de la BCE à cette variable pourrait être primordiale dans le cas de la zone euro. Une analyse en termes de modèles VAR montre en effet que les mesures de politique monétaire prises par la BCE ont un impact significatif sur l'euro mais également sur l'inflation et les anticipations d'inflation. Il est vraisemblable que les effets de la dépréciation de l'euro sur l'activité économique européenne seront positifs (cf. [Bruno Ducoudré et Eric Heyer](#)), ce qui rendra plus aisé pour Mario Draghi le retour de l'inflation à sa cible. La mesure aurait

donc bien les effets positifs attendus ; cependant, on pourra regretter qu'elle n'ait pas été mise en œuvre plus tôt, quand la zone euro était engluée dans la récession. L'inflation dans la zone euro n'a cessé de baisser depuis la fin de l'année 2011, témoignant mois après mois d'un risque déflationniste croissant. De fait, la mise en œuvre du *QE* à partir de mars 2015 permettra de consolider et d'amplifier une reprise qui aurait sans doute eu lieu de toute façon. Mieux vaut tard que jamais !

[1] L'impact final sur l'économie réelle est cependant plus incertain notamment parce que la demande de crédit est restée atone.

[2] Gagnon, J., Raskin, M., Remache, J. et Sack, B. (2011). "The financial market effects of the Federal Reserve's large-scale asset purchases," *International Journal of Central Banking*, vol. 7(10), pp. 3-43.

La dette grecque, une histoire européenne...

par [Catherine Mathieu](#) et [Henri Sterdyniak](#)

Fin 2014, la dette grecque représentait 317 milliards d'euros, soit 176 % du PIB, contre 103 % en 2007 et ce malgré un allègement de 107 milliards en 2012[1]. Cette dette résulte d'un triple aveuglement : celui des marchés financiers, qui ont prêté à la Grèce jusqu'en 2009, sans tenir compte du niveau insoutenable de ses déficits public (6,7 % du PIB en 2007) et extérieur (10,4 % du PIB en 2007) ; celui des gouvernements et des classes dirigeantes grecs qui ont, grâce au bas niveau des taux d'intérêt, par l'appartenance à la zone euro, laissé se développer une croissance déséquilibrée, basée sur les bulles financières et immobilières, la corruption, la mauvaise gouvernance, la fraude et l'évasion fiscale ; celui des institutions européennes qui, après le laxisme des années 2001-2007, ont imposé à la Grèce des programmes d'austérité, écrasants et humiliants, pilotés par la troïka, un étrange attelage comprenant le FMI, la BCE et la Commission européenne. Les programmes d'austérité étaient, selon la troïka, nécessaires pour réduire le déficit et la dette publics, et remettre l'économie grecque sur chemin de la croissance. Les programmes ont certes permis de réduire le déficit public (qui n'est plus que de l'ordre de 2,5 % du PIB en 2014, soit un excédent hors charges d'intérêt de l'ordre de 0,5 % du PIB), mais ils ont fait augmenter le ratio dette/PIB, en raison de la chute du PIB : le PIB grec est aujourd'hui 25 % en dessous de son niveau de 2008. L'austérité a surtout plongé la Grèce dans la détresse économique et sociale, dont le taux de chômage supérieur à 25% et le taux de pauvreté de 36 % sont de tristes illustrations.

L'arbre de la dette grecque ne doit cependant pas cacher la forêt : de 2007 à 2014, la dette publique de l'ensemble des

pays de l'OCDE est passée de 73 à 112 % de leur PIB, ce qui témoigne d'un profond déséquilibre de l'économie mondiale. En raison de la victoire du capital sur le travail, de la globalisation financière, de la croissance des inégalités, les pays développés ont besoin de fortes dettes publiques ; ces dettes ne sont globalement pas remboursables puisque le remboursement supposerait que des agents excédentaires acceptent de devenir déficitaires.

Prenons l'exemple de l'Allemagne. Celle-ci veut maintenir un excédent extérieur important (7 % de son PIB), qui pèse sur ses partenaires européens et a contribué à un niveau excessif de l'euro. Pour que la Grèce, et les autres pays européens, puissent rembourser leurs dettes publiques, il faudrait qu'ils puissent exporter, notamment en Allemagne ; il faudrait que l'Allemagne accepte un déficit extérieur et donc augmente fortement ses dépenses publiques et ses salaires, ce qu'elle ne souhaite pas. Les exigences contradictoires des pays excédentaires (rester excédentaires, être remboursés) conduisent l'ensemble de la zone euro à la dépression. Heureusement, pour l'économie européenne, que ni la France, ni l'Italie ne tiennent guère leurs *engagements européens* et que le Royaume-Uni n'y est pas soumis.

Peut-on imposer à la Grèce de continuer à respecter ses *engagements européens*, qui l'ont mené à une dépression profonde ? De réduire sa dette à 60 % du PIB en 20 ans ?

L'effort à réaliser dépend de l'écart entre le taux d'intérêt payé sur la dette (1,9 % en 2014) et le taux de croissance nominal du PIB (-1,2 % en 2014). Même si la Grèce parvenait à un surcroît de croissance tel que son taux de croissance soit égal au taux d'intérêt auquel elle s'endette, elle devrait verser chaque année 6 % de son PIB ; cette ponction déséquilibrerait son économie et briserait sa croissance. Tant sur le plan économique que sur le plan social, on ne peut demander au peuple grec un effort supplémentaire.

La Grèce serait-elle un pays émergent que la solution serait

évidente : une forte dévaluation et un défaut sur la dette. A *contrario*, la zone euro ne peut se maintenir sans solidarité entre pays et sans un tournant dans ses politiques économiques. L'Europe ne peut demander au nouveau gouvernement grec de maintenir un programme d'austérité sans perspective, de renoncer à son programme électoral pour mettre en œuvre la politique négociée par le gouvernement précédent qui a échoué. Un refus de compromis conduirait au pire : une épreuve de force, le blocage financier de la Grèce, sa sortie de la zone euro et peut-être de l'UE. Les peuples auraient, à juste titre, le sentiment que l'Europe est un carcan, que les votes démocratiques ne comptent pas. En sens inverse, il sera difficile pour les pays du Nord et pour la Commission de renoncer à leurs exigences : un contrôle étroit des politiques budgétaires nationales, les objectifs de réduction des dettes et des déficits publics, la conditionnalité des aides, les politiques de privatisation et de réformes structurelles.

Le programme de Syriza comporte la reconstitution de la protection sociale, des services publics, d'un niveau de vie acceptable des retraités et salariés, mais aussi, très clairement, la réforme fiscale, la lutte contre la corruption et la mauvaise gouvernance, la recherche d'un nouveau mode de développement, basé sur un renouveau productif et la réindustrialisation, impulsés par l'Etat et par un secteur bancaire rénové, basés sur l'investissement public et privé. C'est un chemin ambitieux qui suppose de lutter contre l'avidité et l'inertie des classes dominantes et de mobiliser la société tout entière, mais c'est le seul porteur d'avenir.

La seule solution est un compromis, qui ouvre la porte à une nouvelle politique en Europe. Distinguons la question grecque de la question européenne. Les institutions européennes doivent accepter de négocier une restructuration de la dette grecque. Cette dette, de 317 milliards d'euros, est aujourd'hui détenue pour 32 milliards par le FMI, pour 223 milliards par la BCE, le Fonds européen de stabilité

financière, les autres États membres, soit à 80 % par des institutions publiques. Ceci a permis au secteur privé de se délester des titres grecs, mais n'a guère aidé l'économie grecque. La Grèce bénéficie déjà de taux d'intérêt avantageux et de larges délais de remboursement [\[2\]](#). Compte tenu du bas niveau des taux d'intérêt aujourd'hui et de l'appétence des investisseurs financiers pour la dette publique sans risque de la plupart des États membres, il n'est pas besoin de faire défaut sur la dette grecque ; il suffit de la restructurer et de la garantir. Il faut éviter que, chaque année, la Grèce soit dans la situation de devoir rembourser et refinancer un montant excessif de dettes, donc d'être à la merci des marchés financiers ou de nouvelles négociations avec la troïka. La Grèce a besoin d'un accord de long terme, basé sur la confiance réciproque.

Ainsi, l'Europe devrait-elle donner du temps au peuple grec, le temps que son économie se redresse. Il faut rendre soutenable la dette grecque en la transformant en dette garantie à très long terme, éventuellement cantonnée dans le Mécanisme européen de stabilité, de sorte qu'elle soit protégée de la spéculation. Cette dette pourrait être financée par des euro-obligations à des taux très faibles (0,5% à 10 ans ou même à des taux légèrement négatifs en émettant des titres indexés sur l'inflation). Ainsi, les contribuables européens ne seront pas mis à contribution et la charge de la dette grecque sera acceptable. C'est surtout la croissance de l'économie grecque qui doit permettre la baisse du ratio dette/PIB. Le remboursement doit être limité et, comme le propose la Grèce, dépendre de la croissance (par exemple être nul tant que la croissance en volume n'atteint pas 2%, puis 0,25 point de PIB par point de croissance supplémentaire). Les accords avec la Grèce doivent être revus pour permettre au nouveau gouvernement de mettre en œuvre son programme de redressement social puis productif. Deux axes doivent guider la négociation : la responsabilité de la situation étant partagée entre la Grèce et l'Europe, chacun doit assumer sa

part du fardeau (les banques ayant déjà subi un défaut partiel) ; il faut permettre à la Grèce de sortir de sa profonde dépression, ce qui suppose à court terme de soutenir la consommation, à moyen terme d'impulser et de financer le renouveau productif.

La France devrait soutenir la proposition de Syriza d'une conférence européenne de la dette, car le problème n'est pas uniquement grec. L'expérience grecque ne fait qu'illustrer les dysfonctionnements structurels de la gouvernance économique de l'Europe et les défis auxquels sont confrontés tous les États membres. Une transformation de cette gouvernance s'impose pour sortir de la crise économique, sociale et politique dans laquelle est engluée la zone euro. Il faut résolument accentuer le tournant pris avec le plan Juncker (soutien à l'investissement de 315 milliards en 3 ans) et le programme d'assouplissement quantitatif de la BCE (1 400 milliards en 18 mois).

Les dettes publiques des pays de la zone euro doivent être garanties par la BCE et l'ensemble des États membres. Pour les résorber, la BCE doit maintenir durablement le taux long nettement en dessous du taux de croissance, ce qui nécessitera de taxer les activités financières et de contrôler l'orientation des crédits bancaires pour éviter le gonflement de bulles spéculatives. Au lieu de la baisse des dépenses publiques et sociales, l'Europe doit coordonner la lutte contre la concurrence fiscale et l'évasion fiscale des plus riches et des firmes multinationales. Le carcan budgétaire insoutenable imposé par le Pacte de stabilité ou le Traité budgétaire européen doit être remplacé par une coordination des politiques économiques visant le plein-emploi et la résorption des déséquilibres entre pays de la zone. Enfin, l'Europe doit proposer une stratégie de sortie de crise basée sur la hausse de la demande interne dans les pays excédentaires, la coordination des politiques salariales, le soutien aux investissements préparant la transition écologique

et sociale. Le défi est là aussi important. Il faut repenser l'organisation des politiques économiques en Europe pour permettre aux pays de mener des politiques différentes et autonomes, mais coordonnées. Ce n'est qu'ainsi que la zone euro pourra survivre et prospérer.

[1] Dont près de la moitié ont été utilisés par l'Etat grec pour secourir le système bancaire grec.

[2] De plus, les Etats membres et la BCE lui remboursent les gains qu'ils réalisent sur leurs titres grecs.

Rotation des votes au Conseil des gouverneurs de la BCE: plus qu'un symbole ?

par [Sandrine Levasseur](#)

[L'adoption de l'euro par la Lituanie](#), le 1^{er} janvier dernier, porte le nombre des membres de la zone euro à dix-neuf, seuil à partir duquel le système de vote au sein du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) doit être modifié. Si ce changement est passé quasiment inaperçu en France, il en va autrement en Allemagne et en Irlande où l'introduction d'une rotation dans les votes décidant de la politique monétaire en zone euro a suscité des craintes, voire des contestations. Ces craintes et contestations sont-elles

justifiées ? Nous proposons ici quelques éléments d'analyse et de réflexion.

1) Comment fonctionne le système de rotation ?

Jusqu'à maintenant, lors des réunions mensuelles du Conseil des gouverneurs qui décide de la politique monétaire (politique de taux, politiques non-conventionnelles) en zone euro, le principe « un pays, un vote » s'appliquait. En d'autres termes, chaque pays disposait, au travers du Gouverneur de sa banque centrale, d'un droit de vote systématique. Aux votes des 18 Gouverneurs s'ajoutaient les votes des 6 membres du Directoire de la BCE, soit un total de 24 votes.

Dorénavant, avec l'entrée d'un 19^e membre de la zone euro, les pays sont classés en deux groupes, [conformément au Traité\[1\]](#). Le premier groupe est constitué des 5 plus « grands » pays, définis par la taille du PIB et du secteur financier avec des poids respectifs de 5/6 et 1/6. Le second groupe est constitué des autres pays, soit 14 pays actuellement[\[2\]](#). Le groupe des 5 « grands » pays dispose chaque mois de 4 droits de vote et le groupe des 14 « petits » pays de 11 votes (tableau 1). Le vote au sein des groupes est organisé selon un principe de rotation défini par un [calendrier précis](#) : une fois sur cinq, les Gouverneurs des « grands » pays ne voteront pas tandis les Gouverneurs des « petits » pays ne voteront pas 3 fois sur 14. En revanche, les 6 membres du Directoire de la BCE continuent à bénéficier d'un droit de vote mensuel systématique. Chaque mois, pour décider de la conduite de la politique monétaire en zone euro, 21 votes seront donc exprimés alors que sous l'ancien principe, celui du « un pays, un vote », 25 votes auraient été exprimés.

Tous les gouverneurs continueront à participer aux deux réunions mensuelles du Conseil, même s'ils ne participent pas au vote.

Tableau 1. Groupe de rotation et participation au capital de la BCE

	PIB* (Mds d'€)	Avoirs bancaires* (AB)	Critère d'appartenance au groupe pour la rotation des votes (PIB 5/6; AB 1/6)	Groupe de rotation	Capital à la BCE***	
Zone euro (19 pays)					Part en %	Millions d'€
Allemagne	2 718	7 682	3 545	Groupe 1 (5 pays/4 votes) Le gouverneur de chaque pays vote 80 % du temps	18,0	1 948,2
France	2 044	8 229	3 074		14,2	1 534,9
Italie	1 560	4 127	1 988		12,3	1 332,6
Espagne	1 023	3 287	1 400		8,8	957,0
Pays Bas	602	2 339	892		4,0	433,4
Belgique	380	1 071	496	Groupe 2 (14 pays/11 votes) Le gouverneur de chaque pays vote 78,6 % du temps	2,1	228,2
Autriche	311	922	413		2,0	212,5
Irlande	164	1 049	312		1,2	125,6
Finlande	193	523	248		1,3	136,0
Portugal	164	517	223		1,7	188,7
Grèce	182	421	221		2,0	220,1
Luxembourg	45	944	195		0,2	21,9
Slovaquie	72	60	70		0,8	83,6
Slovénie	35	49	38		0,3	37,4
Lituanie	34	25	33		0,4	44,7
Chypre	17	91	29		0,2	16,4
Lettonie	23	28	24		0,3	30,5
Estonie	18	19	18		0,2	20,9
Malte	7	55	15		0,1	7,0
	PIB* (Mds d'€)	Avoirs bancaires* (AB)	Critère d'apparte- nance au groupe pour la rotation des votes (PIB 5/6; AB 1/6)	Date d'entrée projetée dans la zone euro***	Capital à la BCE****	
Autres membres de l'UE					Part en %	Millions d'€
Membres potentiels de la zone euro:						
Pologne	388	361	384	Abandon d'un calendrier	5,1	20,8
République tchèque	150	192	157	Abandon d'un calendrier	1,6	6,5
Roumanie	139	89	131	2019	2,6	10,6
Hongrie	99	116	102	Abandon d'un calendrier	1,4	5,6
Croatie	43	59	46	Abandon d'un calendrier	0,6	2,5
Bulgarie	40	49	41	Abandon d'un calendrier	0,9	3,5
Pays avec clause d'Opting-out**:					0,0	
Royaume Uni	1 916	9 146	3 121	Jamais	13,7	55,5
Suède	420	1 238	556	Jamais	2,3	9,2
Danemark	248	1 065	384	Jamais	1,5	6,0
European Union (28 pays)	13 036	43 753			100	10 825,0

*À la fin septembre 2013.

** Explicite (Royaume Uni et Danemark) ou implicite (Suède).

*** Telle qu'annoncée par les autorités du pays.

**** La contribution au capital de la BCE est fonction du PIB et de la population du pays (pondération: 1/2;1/2). La «dé» peut différer du montant effectivement versé au capital de la BCE. Les profits et pertes nets de la BCE ne sont pas alloués aux pays non membres de la zone euro.

Source: Eurostat et BCE; calculs de l'auteur.

Pourquoi avoir changé le système des droits de vote ? L'objectif est clair et justifié : il s'agit de [maintenir la capacité décisionnelle du Conseil des gouverneurs](#) au fur et à mesure que le nombre de pays adhérant à la zone euro augmente.

Le [nouveau système des droits de vote bénéficie clairement aux membres du Directoire de la BCE](#) qui disposent dorénavant de

28,6 % des droits de vote (6/21) alors que l'ancien système ne leur en aurait donné « que » 24 % (6/25). Le groupe des « grands » pays en dispose de 19 % (contre 20 % dans l'ancien système). Le groupe des « petits pays obtient 52 % (11/21) des droits de vote alors qu'il en aurait obtenu 56 % (14/25) si l'ancien système de vote avait été maintenu. Le groupe des « petits » pays perd donc relativement plus de droits de vote que le groupe des « grands » pays et ce, en faveur du Directoire de la BCE.

2) Les arguments des opposants allemands et irlandais au système de rotation

Les arguments des opposants allemands au nouveau système, au-delà de la perte de prestige, sont que la première puissance économique de la zone euro et aussi première contributrice au capital de la BCE (Tableau 1) doit nécessairement participer au vote décidant de la politique monétaire. De façon à ce que les intérêts de l'Allemagne ne soient pas négligés, son Gouverneur doit disposer, lorsqu'il ne vote pas, d'un droit de veto. Ce droit de veto est aussi justifié par le fait que l'on ne peut être responsable que de ses décisions.

En Irlande, selon les opposants au nouveau système, le mythe de l'égalité entre les pays de la zone euro prend fin : la mise en place d'un système de rotation qui favorise les grands pays officialise la non-égalité des pays au sein de la zone. L'Irlande devient ainsi explicitement un pays de seconde catégorie. En outre, l'influence de l'Irlande dans le processus décisionnel sera encore plus diminuée avec les élargissements futurs de la zone euro.

Dans les autres pays de la zone euro, l'introduction du système de rotation ne semble avoir suscité aucune réaction contestataire, ni dans la sphère politique ni dans la société civile.

3) Les arguments des Allemands et des Irlandais sont-ils

recevables ?

Comme chacun le sait, l'Allemagne a une culture de la stabilité qui lui est propre, avec notamment une forte aversion pour l'inflation du fait de son histoire. En revanche, les pays du Sud sont réputés avoir une aversion nettement moins marquée pour la « taxe inflationniste ». C'est cette différence concernant le degré d'inflation « acceptable » qui a conduit à calquer *peu ou prou* les statuts de la BCE sur ceux de la Bundesbank, seule façon alors d'obtenir la participation de l'Allemagne à la zone euro. Aujourd'hui, cependant, la question de l'inflation ne se pose plus puisque la zone euro serait entrée en déflation et certains augurent que cette situation pourrait durer pendant de longues années[3]. Aujourd'hui, c'est donc bien plus les *moyens* utilisés par la BCE pour mener la politique monétaire qui sont mis en question en Allemagne par certains membres de la sphère politique, de ses économistes et de ses citoyens. L'argument de la contribution au capital de la BCE développé par les opposants au système de rotation et plus, généralement, celui de première puissance économique, fait écho aux politiques menées ces dernières années par la BCE (e.g. assouplissement des critères d'éligibilité des titres déposés en collatéral à la BCE, achat de créances titrisées) mais aussi à la future politique de rachat de titres publics. Ces politiques font craindre outre-Rhin que la BCE ne détienne dans son bilan trop de créances « toxiques », susceptibles d'être abandonnées tôt ou tard, et dont le coût de l'abandon serait supporté par son principal financeur.

Peut-on décemment considérer que les intérêts de l'Allemagne ne seront pas pris en compte ?

Il y a trois arguments qui incitent à répondre par la négative. Tout d'abord, même lorsque le Gouverneur allemand ne votera pas, l'Allemagne disposera toujours d'un « représentant » allemand au travers du Directoire (actuellement, Sabine Lautenschläger)[4]. Certes, en théorie,

les membres doivent prendre en considération l'intérêt de la zone euro lorsqu'ils votent et non l'intérêt de leur pays, mais la réalité est plus complexe[5]. Ensuite, les Gouverneurs, même lorsqu'ils ne votent pas, disposent toujours de leur droit de paroles et donc de leur pouvoir de persuasion. Enfin, de façon plus générale, la recherche d'un consensus obligera à prendre en considération l'avis des Gouverneurs ne participant pas au vote.

Quelle est la recevabilité des arguments des opposants irlandais au système de rotation ? Il est clair que les contre-arguments développés précédemment (celui du droit de parole et celui de la recherche d'un consensus) qui s'appliquent aux Allemands s'appliquent aussi aux Irlandais.

En revanche, il est vrai que l'Irlande, comme d'ailleurs tous les pays du groupe 2, supporteront une dilution des droits de vote au fur et à mesure de l'élargissement de la zone euro. Lorsque la zone euro comportera 20 membres, les 15 pays du groupe 2 devront se partager 11 votes (tableau 2, source: p. 91). Lorsque la zone euro s'élargira à nouveau pour compter 21 membres, les 16 pays du groupe 2 devront toujours se partager 11 votes ... À 22 membres, la création d'un troisième groupe aboutira à une nouvelle dilution des droits de vote pour les groupes 2 et 3 mais pas pour le groupe 1, soit le groupe des « grands » pays, qui continueront toujours à voter 80 % du temps.

La question qui se pose pour l'Irlande, mais aussi pour tous les pays du groupe 2 actuel, est celle de l'élargissement futur de la zone euro. A ce jour, tous les pays d'Europe centrale et orientale (PECO) n'ayant pas encore adopté l'euro ont abandonné tout calendrier d'entrée dans la zone euro (tableau 1). Seule la Roumanie fait exception et avance 2019 pour intégrer la zone[6]. Les perspectives pour les autres pays, sans pour autant être abandonnées, apparaissent très lointaines[7]. La probabilité que la zone euro comporte bientôt 21 membres est donc plutôt faible et la probabilité

que la zone euro dépasse les 22 membres encore plus. De toute façon, quelle que soit la configuration, l'Irlande ne fera jamais partie du groupe 3. Ce sont donc les pays en queue de peloton de l'actuel groupe 2 (Malte, Estonie, Lettonie, etc.) qui ont le plus à perdre en termes de fréquence de votes.

Tableau 2. Système de rotation (première et deuxième étapes)

Nombre total de gouverneurs	Groupe 1			Groupe 2			Groupe 3		
	Gouverneurs	Votes	Fréquence de vote	Gouverneurs	Votes	Fréquence de vote	Gouverneurs	Votes	Fréquence de vote
Première étape: zone euro de 19 à 21 pays									
19	5	4	80 %	14	11	79 %			
20	5	4	80 %	15	11	73 %			
21	5	4	80 %	16	11	69 %			
Deuxième étape: zone euro de 22 pays à 27 pays									
22	5	4	80 %	11	8	73 %	6	3	50 %
23	5	4	80 %	12	8	67 %	6	3	50 %
24	5	4	80 %	12	8	67 %	7	3	43 %
25	5	4	80 %	13	8	62 %	7	3	43 %
26	5	4	80 %	13	8	62 %	8	3	38 %
27	5	4	80 %	14	8	57 %	8	3	38 %

Source: ECB (2009).

Conclusion

On ne peut parler d'Europe unifiée tout en expliquant qu'il existe plusieurs catégories de pays. On ne peut se féliciter que la zone euro ait de nouvelles adhésions tout en expliquant que seuls certains membres peuvent/doivent participer au processus décisionnel. Un vote au sein du Conseil qui serait systématique pour certains gouverneurs (mais pas tous) ou un droit de veto que seuls quelques gouverneurs pourraient exercer ne sont pas acceptables dans une Europe unifiée. Chaque pays perd sa souveraineté monétaire en intégrant la zone euro : pourquoi certains pays devraient la perdre plus que d'autres ? Est-il pour autant souhaitable de revenir à l'ancien système, celui du « un pays, un vote » ? Non. Le nouveau système de votes au sein du Conseil des gouverneurs constitue un bon compromis entre la nécessité de maintenir la capacité décisionnelle du Conseil des gouverneurs (et donc avoir un nombre réduit de votants) et celle de permettre à chacun des gouverneurs de participer au vote sur une base régulière. De ce point de vue, le système de rotation qui

prévaut en zone euro est plus équilibré que celui qui prévaut aux Etats Unis où certains membres peuvent s'abstenir de voter pendant un, deux, voire trois ans[8]. Dans la zone euro, le laps de temps pendant lequel un gouverneur ne participera pas au vote décidant de la politique monétaire n'excédera pas un mois pour les pays du groupe 1 et, pour les pays du groupe 2, il n'excédera pas trois mois (tant que la zone euro reste constituée de 19 pays).

Tout du moins en théorie. Car, en pratique, si le Conseil des gouverneurs continuera bien à se rencontrer deux fois par mois, le vote concernant la conduite de la politique monétaire n'interviendra plus que toutes les ... six semaines (contre quatre auparavant). Le temps d'abstention de vote devrait donc être (un peu) plus long que celui donné dans tous les documents officiels de la BCE et des banques centrales nationales de la zone euro...

[1] Plus précisément, le Conseil européen du 21 mars 2003 a modifié l'Article 10.2 relatif aux statuts de l'Eurosystème afin de permettre la mise en place d'un système de rotation au sein du Conseil des gouverneurs. L'article modifié prévoyait que le système de rotation puisse être introduit dès l'entrée du 16^e membre dans la zone euro et, au plus tard, à l'entrée du 19^e membre.

[2] A l'entrée d'un 22^e pays dans la zone euro, le Traité prévoit la création d'un troisième groupe.

[3] Pour la première fois depuis 2009, la croissance des prix à la consommation est devenue négative, s'établissant à -0,2 % sur un an.

[4] Les autres membres du Directoire sont de nationalité italienne (Mario Draghi, Président de la BCE), portugaise (Vitor Constâncio, vice-Président de la BCE), française (Benoît Cœuré), luxembourgeoise (Yves Mersch) et belge (Peter Praet).

[5] L'expérience américaine du Federal Open Market Committee montre qu'il existe un biais régional dans les votes des Gouverneurs (Meade et Sheets, 2005 : « Regional Influences on FOMC Voting Patterns », *Journal of Money Credit and Banking*, 33, p. 661-678.)

[6] Il lui faudra de toute façon respecter les critères de Maastricht (critères de déficit public, de taux d'intérêt, d'inflation, etc.).

[7] Ce revirement s'explique en partie par le fait que beaucoup de ces PECO ont bénéficié de la dépréciation de leur monnaie par rapport à l'euro. Ils ont ainsi compris qu'intégrer la zone euro ne leur apporterait pas que des avantages. De plus, on fait l'hypothèse ici que le Royaume-Uni, le Danemark et la Suède n'intégreront jamais la zone euro du fait de leur clause d'*Opting-out*.

La BCE est-elle impuissante ?

[Christophe Blot](#), [Jérôme Creel](#), [Paul Hubert](#) et [Fabien Labondance](#)

En juin 2014, la BCE annonçait un ensemble de nouvelles mesures (dont la description détaillée est proposée dans une étude spéciale intitulée « [Comment lutter contre la](#)

[fragmentation du système bancaire de la zone euro ?](#) », *Revue de l'OFCE*, n°136), afin d'enrayer la baisse de l'inflation et soutenir la croissance. Mario Draghi avait ensuite précisé les objectifs de sa politique monétaire indiquant que la BCE souhaitait augmenter son bilan de 1 000 milliards d'euros pour retrouver un niveau proche de celui observé au cours de l'été 2012. Parmi les mesures mises en œuvre, beaucoup était attendu de la nouvelle opération de refinancement (TLTRO pour *targeted long-term refinancing operation*) qui doit permettre aux banques de la zone euro d'accéder au refinancement de la BCE sur une maturité de 4 ans en contrepartie de l'octroi de crédits au secteur privé (hors prêts immobiliers). Pourtant, après les deux premières allocations (24 septembre 2014 et 11 décembre 2014), le bilan est plus que mitigé, les montants alloués étant bien inférieurs aux attentes. Cette situation témoigne de la difficulté de la BCE à lutter efficacement contre le risque déflationniste.

En effet, après avoir alloué 82,6 milliards d'euros en septembre (contre un montant anticipé compris entre [130 et 150 milliards](#)), la BCE n'a octroyé « que » 130 milliards le 11 décembre, soit un chiffre à nouveau inférieur à ce qui avait été anticipé. On est donc bien loin du montant maximum de 400 milliards d'euros qui avaient été évoqué par [Mario Draghi](#) en juin 2014 pour ces deux opérations. De plus, ces deux premières allocations sont clairement insuffisantes pour doper significativement le bilan de la BCE (graphique 1), et ce d'autant plus que les banques continuent à rembourser les prêts à trois ans qu'elles avaient obtenus fin 2011 et début 2012 dans le cadre du programme VLTRO (*very long term refinancing operation*)[\[1\]](#). Comment expliquer la réticence des banques à recourir à cette opération qui leur permet pourtant de refinancer les crédits octroyés à un taux très bas et pour une durée de 4 ans ?

La première tient au fait que les banques ont déjà un accès très large et très avantageux aux liquidités de la BCE dans le

cadre des opérations de politique monétaire déjà mises en œuvre par la BCE[2]. Ces opérations sont même actuellement assorties d'un taux d'intérêt plus faible que celui du TLTRO (0,05 % contre 0,15 %). De même, le TLTRO n'est pas plus attractif que certains financements de marché à long terme, surtout que de nombreuses banques n'ont pas de contraintes de financement. L'intérêt du TLTRO est donc marginal, lié à la maturité de l'opération, et plus contraignant car conditionnel à la distribution de crédit. Pour les deux premières opérations menées en septembre et décembre 2014, l'allocation ne pouvait dépasser 7 % de l'encours de prêts au secteur privé non-financier de la zone euro, à l'exclusion des prêts au logement, au 30 avril 2014. De nouvelles séries de TLTRO seront menées entre mars 2015 et juin 2016, sur un rythme trimestriel. Le montant maximum pouvant être alloué aux banques dépendra cette fois-ci de la croissance de l'encours de prêts au secteur privé non-financier de la zone euro, à l'exclusion des prêts au logement, entre la date du 30 avril 2014 et celle de l'adjudication considérée.

La deuxième raison tient au fait que la faiblesse du crédit dans la zone euro ne résulte pas uniquement des facteurs d'offre mais aussi de la demande. Le peu d'activité et l'objectif de désendettement des agents privés limitent la demande de crédit.

Troisièmement, au-delà de la capacité des banques à se refinancer, il est possible que les banques cherchent à réduire leur exposition au risque. Le problème est alors lié à leurs actifs. Or, les prêts non-performants se situent toujours à un niveau très élevé, notamment en Espagne et en Italie (graphique 2). En outre, bien que l'AQR (*Asset Quality Review*) menée par la BCE ait révélé que les risques d'insolvabilité étaient limités dans la zone euro, le rapport souligne également que certaines banques ont des niveaux de leviers élevés et qu'elles ont surtout utilisé les liquidités pour acheter des titres obligataires publics, afin de

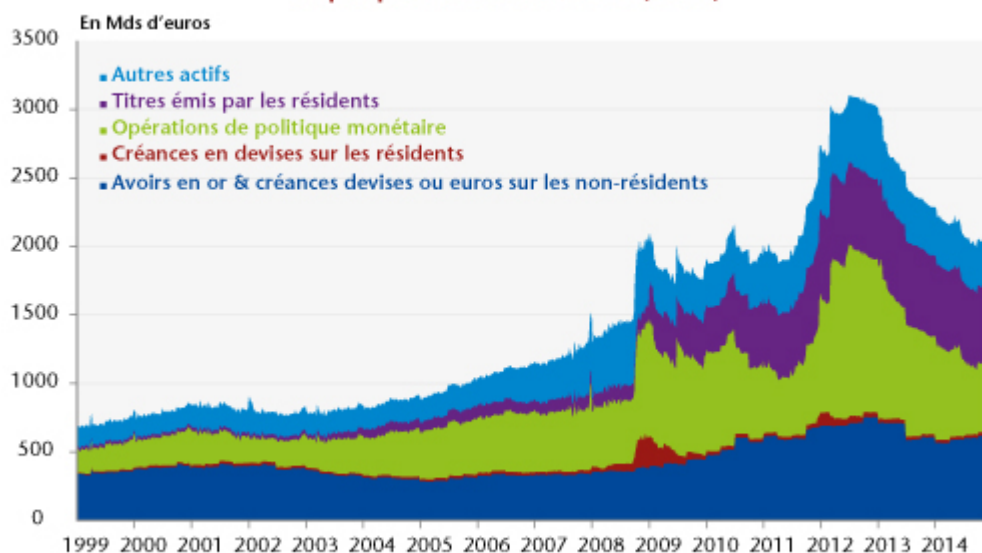
satisfaire leurs exigences de fonds propres. Elles réduisent alors le risque de leur bilan en limitant les crédits octroyés au secteur privé.

Enfin, deux éléments d'incertitude viennent réduire la participation des banques au TLTRO. Le premier concerne la stigmatisation liée à la conditionnalité du TLTRO et au fait que les banques qui ne respecteraient pas leurs engagements de distribution de crédit seront tenues de rembourser les financements obtenus auprès de la BCE après deux années. Les banques ayant des perspectives incertaines sur leur capacité à augmenter leurs prêts peuvent ainsi souhaiter éviter la perspective d'avoir à rembourser ces fonds plus tôt. Le second est lié aux incertitudes concernant les programmes d'achats d'ABS et de *Covered Bonds* [3]. Les banques pourraient également privilégier ces programmes pour obtenir des liquidités en contrepartie de la cession d'actifs dont elles souhaiteraient se débarrasser.

La politique monétaire est-elle devenue totalement inefficace ? La réponse est très certainement non, puisqu'en offrant aux banques la garantie qu'elles pourront refinancer leur activité *via* différents programmes (TLTRO, ABS, Covered Bonds, etc.), la BCE réduit les risques de rationnement du crédit liés aux passifs dégradés de certaines banques. La politique monétaire permet ainsi de rendre plus opérant le canal du crédit. Mais ses effets demeurent néanmoins limités, comme le suggèrent [Bech, Gambacorta et Kharroubi \(2012\)](#) qui montrent que la politique monétaire est moins efficace dans les périodes de reprise qui suivent une crise financière. Peut-on sortir de cette impasse ? Ce constat sur l'efficacité de la politique monétaire montre qu'il ne faut pas trop et tout attendre de la BCE. Il reste donc essentiel de compléter le soutien à l'activité par une politique budgétaire expansionniste à l'échelle de la zone euro. C'est aussi ce qu'affirmait le Président de la BCE pendant l'été lors de la [conférence de Jackson Hole](#) déclarant que « Les politiques de

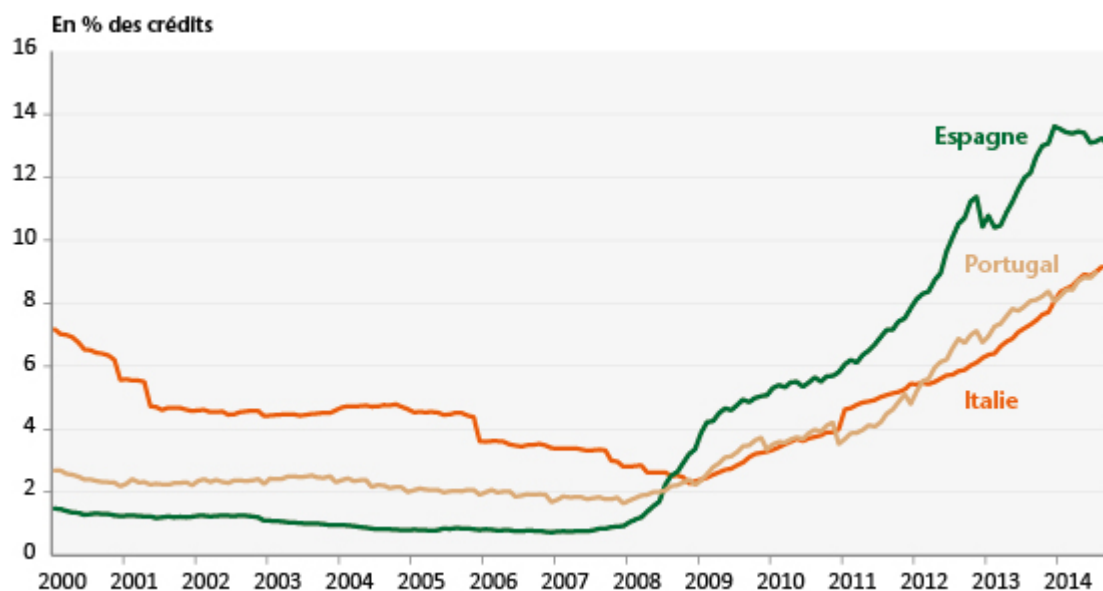
demande sont non seulement justifiées par la composante cyclique du chômage mais également parce que dans un contexte d'incertitude, elles permettent de se prémunir contre le risque d'effet d'hystérèse [4] ».

Graphique 1. Bilan de la BCE (actifs)



Source : BCE.

Graphique 2. Créances douteuses



Source : Banques centrales nationales.

[1] Voir dans la *Revue de l'OFCE* n°136, l'étude spéciale « [Comment lutter contre la fragmentation du système bancaire de la zone euro ?](#) » pour un exposé des différentes mesures de politique monétaire mises en place par la BCE depuis le début de la crise financière et une estimation de leur impact sur la sphère réelle.

[2] Cela inclut les opérations standards de politique monétaire ainsi que l'opération VLTR0 par laquelle la BCE avait octroyé des liquidités pour une durée exceptionnelle de 3 ans en décembre 2011 et février 2012.

[3] Il s'agit ici de programmes d'achat de titres sur les marchés et non de liquidités octroyées directement aux banques. Les *Covered bonds* et les ABS sont des titres gagés sur des actifs et dont la rémunération dépend de celle de l'actif sous-jacent qui est nécessairement un crédit hypothécaire dans le cas des *Covered bonds* et qui peut inclure d'autres types de crédits (cartes de crédit, crédits de trésorerie aux entreprises, ...) dans le cas des ABS.

[4] "Demand side policies are not only justified by the significant cyclical component in unemployment. They are also relevant because, given prevailing uncertainty, they help insure against the risk that a weak economy is contributing to hysteresis effects."

L'introduction officielle de

L'euro en Lituanie : cela ne change vraiment rien ?

[Sandrine Levasseur](#)

Le 1^{er} janvier 2015, la Lituanie adoptera *officiellement* l'euro et deviendra ainsi le 19^{ème} membre de la zone euro. Il s'agit bien d'une adoption officielle car, dans les faits, l'euro est déjà (très) présent en Lituanie. Par exemple, plus de 75 % des prêts aux entreprises et ménages lituaniens sont libellés en euros tandis que 25 % de leurs dépôts bancaires sont constitués d'euros.

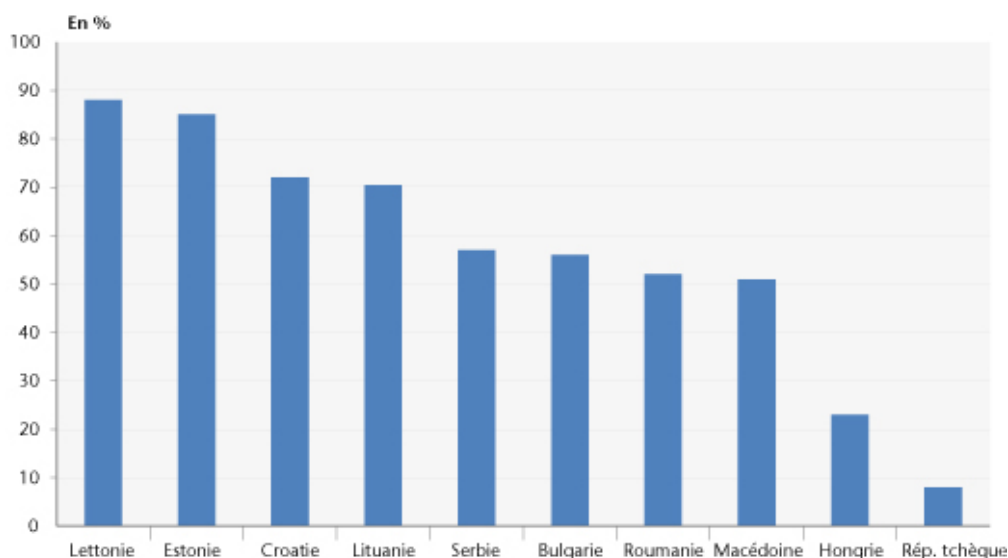
L'utilisation de l'euro en Lituanie, conjointement à la monnaie nationale, comme monnaie de libellé des prêts, comme support d'épargne ou encore comme monnaie de facturation, n'est ni une anomalie ni une anecdote : elle concerne ou a concerné un certain nombre de pays de l'ancien bloc communiste. Cette « euroïisation » [\[1\]](#) est le résultat d'évènements économiques et politiques qui, à un moment ou l'autre de leur histoire, ont amené les pays à utiliser l'euro *en sus* de leur propre monnaie. Dans un tel contexte, l'introduction officielle de l'euro en Lituanie ne changerait donc rien ? Pas exactement. Des changements, certes mineurs, sont à attendre en Lituanie mais aussi au sein des instances décisionnelles de la BCE.

L'euroïisation des prêts et dépôts : le cas lituanien, ni une anomalie, ni une anecdote...

Si on exclut les principautés, îles et Etats qui ont négocié l'adoption de l'euro avec les instances européennes mais sans pour autant adhérer à l'Union européenne (Andorre, Saint Marin, Vatican etc.) ou les pays qui ont adopté l'euro de manière unilatérale (Kosovo et Monténégro), il reste tout un ensemble de pays qui utilise l'euro conjointement à leur

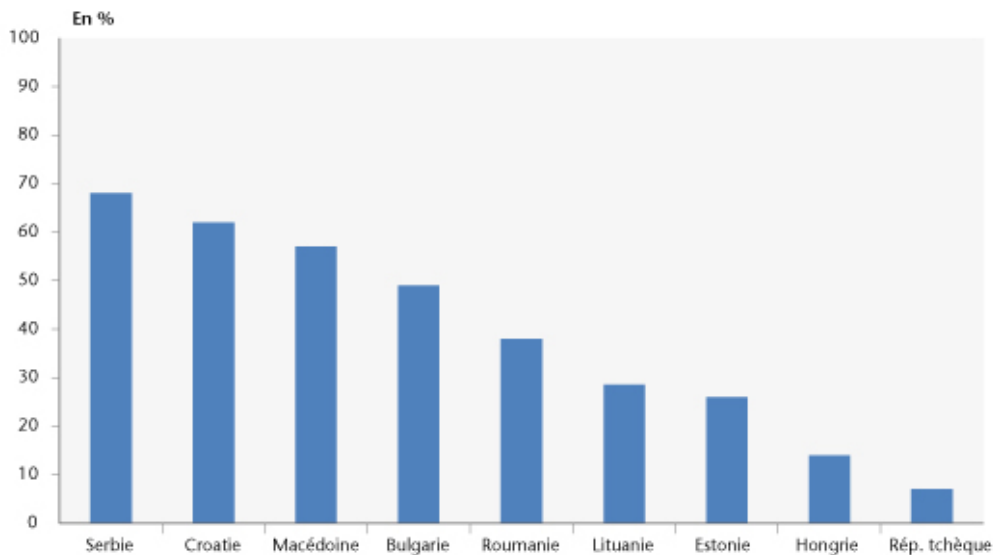
propre monnaie. Ces pays sont très majoritairement des pays d'Europe centrale ou orientale, des Balkans ou encore de la Communauté des Etats indépendants (CEI). Ainsi, en 2009, soit avant que l'Estonie et la Lettonie n'intègrent officiellement la zone euro (respectivement en 2011 et 2013), les emprunts des agents privés dans les trois Etats baltes étaient surtout libellés en euro, atteignant près de 90 % en Lettonie (Graphique 1). Des pays tels que la Croatie, la Roumanie, la Bulgarie, la Serbie ou la Macédoine n'étaient pas non plus en reste, avec une part des prêts libellés en euros supérieure à 50 %. Du côté des dépôts en euros, les chiffres sont un peu moins saisissants (Graphique 2), mais interpellent quant à l'attrait que l'euro exerce dans certains pays en tant que monnaie de paiement, de réserve ou de précaution.

Graphique 1: Part des prêts au secteur privé libellés en euros (Europe émergente, 2009)



Source : [Haiss et Rainer \(2011\)](#).

Graphique 2: Part des dépôts du secteur privé en euros (Europe émergente, 2009)

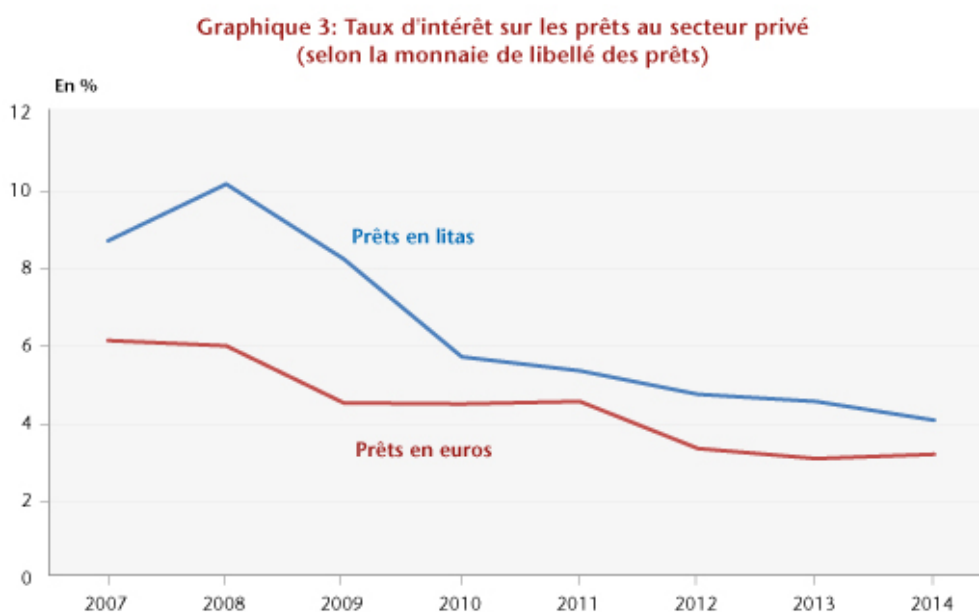


Source : [Arregui et Bi \(2012, p.15\)](#).

La conjonction de plusieurs facteurs explique l'utilisation de l'euro dans ces pays *en sus* de leur monnaie nationale :

- **l'existence de changes fixes** (ou relativement fixes) par rapport à l'euro, ce qui protège les emprunteurs contre le risque de renchérissement de leur dette libellée en euros (puisque la probabilité de dévaluation/dépréciation de la monnaie nationale est estimée comme étant faible) ;
- **un taux d'intérêt sur les prêts libellés en euros plus faible** que lorsqu'ils sont libellés en monnaie nationale ;
- **une forte présence de multinationales** (notamment dans le secteur bancaire) qui disposent non seulement de fonds en euros mais aussi de la « technologie » pour prêter/emprunter en euros ;
- pour les prêts en euros, **l'existence ex ante de dépôts bancaires en euros**, elle-même liée à de [multiples facteurs](#) (e.g. crédibilité des autorités monétaires, forte présence des multinationales, revenus de migration en provenance des pays de la zone euro).

Ces facteurs ont joué à des degrés plus ou moins importants selon les pays. En Lituanie, l'existence d'un régime de [Currency Board \[2\]](#) vis-à-vis de l'euro depuis 2002 a largement contribué à « l'euroïsation » de l'économie. Doté d'une grande crédibilité, ce régime de changes fixes a incité les entreprises et ménages lituaniens à s'endetter en euros et ce, d'autant plus qu'ils bénéficiaient de taux d'intérêt très avantageux (Graphique 3). La présence d'entreprises multinationales dans un certain nombre de secteurs a renforcé l'usage de l'euro comme monnaie de référence dans différentes fonctions (facturation, dépôt et épargne). Pour autant, l'importance en Lituanie de banques originaires de la zone euro ne doit pas être surestimée : [les trois plus grandes banques opérant en Lituanie sont d'origine suédoise ou norvégienne](#). Le risque associé aux opérations de prêts en euros impliquait donc, au-delà du risque associé à la valeur du litas, un risque associé à la valeur d'une tierce monnaie... Ce dernier risque, bien évidemment, ne disparaît pas avec l'adoption officielle de l'euro par la Lituanie.



Source: Banque centrale de Lituanie.

Au 1^{er} janvier 2015, qu'est-ce qui changera ?

Quatre changements peuvent être mis en avant :

(1) L'euro circulera en Lituanie sous forme de billets et de pièces alors qu'auparavant, l'euro y existait essentiellement sous forme de monnaie scripturale (dépôts bancaires et prêts libellés en euros) ; l'euro deviendra la monnaie légale et sera utilisé pour toutes les transactions ; le litas lituanien disparaîtra à l'issue de quinze jours de circulation duale.

(2) Le changement d'étiquetage du prix des biens se traduira par un supplément d'inflation du fait d'arrondis réalisés plus souvent ... à la hausse qu'à la baisse. Cependant, ce phénomène, observé dans tous les pays au moment du passage (officiel) à l'euro, ne devrait avoir qu'un impact mineur. L'expérience montre qu'en général l'inflation perçue est supérieure à l'inflation effective.

(3) La Lituanie adhère *de facto* à l'Union bancaire, ce qui peut procurer des bénéfices à son secteur financier (e.g. opportunités de collaboration supplémentaires dans un espace monétaire et bancaire commun, existence d'un mécanisme de résolution ordonnée en cas de difficultés d'un établissement bancaire).

(4) Le gouverneur de la banque centrale de Lituanie deviendra membre du Conseil des gouverneurs de la BCE et, de ce fait, participera aux décisions de politique monétaire de la zone euro alors qu'auparavant, du fait de son régime de *Currency Board* [3], la banque centrale de Lituanie n'avait d'autres choix que de « suivre » les décisions prises par la BCE de façon à maintenir la parité par rapport à l'euro. D'aucuns pourront arguer que, de toute façon, la Lituanie ne pèsera pas dans les choix de politique monétaire de la BCE du fait de la taille de son économie. Il faut toutefois remarquer que l'entrée de la Lituanie dans la zone euro fait évoluer le mode décisionnel au sein du Conseil des gouverneurs de la BCE. Le principe « un pays, un vote » qui prévalait jusqu'à maintenant est en effet abandonné, conformément aux Traités, du fait de

l'entrée d'un 19^{ème} membre dans la zone euro. Dorénavant, les cinq « grands » pays de la zone euro (définis par le poids de leur PIB et de leur système financier) disposeront de quatre droits de vote tandis que les quatorze autres pays disposeront de onze voix. Le vote dans chacun des groupes s'établira selon un [principe de rotation](#), ce qui mécontentent les [allemands](#) mais [pas seulement](#). Dans les faits, cependant, il n'est pas certain que [ce changement dans le système des votes modifie beaucoup les décisions](#). Par exemple, si le gouverneur de la banque centrale allemande ne dispose plus que de 80 % de son droit de vote, il dispose toujours de 100 % de son droit de paroles... En ne votant pas un mois sur cinq, peut-on supposer qu'il perde son pouvoir de persuasion ?

Le 1^{er} janvier 2015, l'adoption officielle de l'euro par la Lituanie n'aura donc rien d'un *Big Bang*. En revanche, elle sera lourde de symboles pour la Lituanie qui affichera encore un peu plus son ancrage à l'Europe mais aussi pour la zone euro qui (dé-)montrera une fois de plus que, malgré ses turbulences, elle a encore des sympathisants. Le fait le plus marquant de l'adhésion de la Lituanie à la zone euro restera sans doute le changement dans l'organisation des droits de vote au sein de la BCE : là encore, la portée symbolique est forte puisque cela sonne le glas du principe « un pays, un vote ».

Le lecteur intéressé par la problématique d'euroïisation pourra lire :

Mathilde Deseures et Cyril Pouvelle (2007), Les enjeux de l'euroïisation dans les régions voisines de la zone euro, [Bulletin de la Banque de France](#), N° 160, Avril 2007.

Sandrine Levasseur (2004), Why not euroization ? *Revue de*

l'OFCE, [Special Issue « The New European Union Enlargement »](#),
April 2004.

Le lecteur intéressé par le système de rotation des droits de vote à la BCE pourra consulter :

Alan Lemangnen (2014), La BCE vers un système de rotation des droits de vote : *ne varietur*, [Special Report Natixis](#), 18 février 2014.

Silvia Merler (2014), Lithuania changes the ECB's voting system, [Blog of Bruegel](#), 25th July 2014.

[\[1\]](#) *Stricto sensu*, l'euroïisation fait référence à l'adoption de l'euro comme monnaie légale par un pays sans qu'il en ait reçu l'autorisation par l'institution émettrice (*i.e.* la Banque centrale européenne) et les autorités décisionnaires (*i.e.* les chefs d'Etat des pays membres de l'Union européenne). L'euroïisation est alors dite [unilatérale](#). Elle se distingue du phénomène dont il est question ici : l'euro est utilisé conjointement à la monnaie nationale mais seule la monnaie nationale a [cours légal](#).

[\[2\]](#) Un *Currency board* (ou « caisse d'émission monétaire ») est un régime de changes fixes dans lequel la banque centrale se contente de convertir les entrées et sorties de devises en monnaie locale à la parité pré-définie. La banque centrale qui adopte ce régime renonce à conduire une politique monétaire autonome : son rôle est réduit à celui de « caisse ».

[\[3\]](#) Voir note 2.

Europe bancaire : l'Union fait-elle la force ?

par [Céline Antonin](#) et [Vincent Touzé](#)

Depuis le 4 novembre 2014, la Banque centrale européenne est devenue le superviseur unique des banques de la zone euro. Il s'agit de la première étape de l'Union bancaire.

La crise économique et financière, qui a débuté en 2007, a révélé des fragilités européennes :

- Les marchés bancaires nationaux, en apparence compartimentés, se sont révélés fortement interdépendants, en témoigne un niveau élevé de propagation-contamination ;
- Les réponses nationales de soutien aux banques ont souvent manqué de coordination ;
- Le soutien des Etats au système bancaire, dans un contexte d'endettement public élevé, a conduit à une forte corrélation entre risque bancaire et risque souverain ;
- L'absence de mécanismes de transfert budgétaire a fortement limité la solidarité européenne.

En 2012, l'idée de l'Union bancaire est née d'une triple nécessité : briser le lien entre crise bancaire et dette souveraine en permettant une recapitalisation directe des banques en difficulté par le Mécanisme européen de stabilité ; prévenir les paniques bancaires ; éviter la fragmentation des marchés bancaires en zone euro.

L'Union bancaire s'organise autour de trois piliers : un mécanisme de supervision unique (MSU), un mécanisme de

résolution unique (MRU) avec un fonds de résolution et une logique de renflouement interne des banques (*bail-in*), ainsi qu'un système unique de garantie des dépôts avec un fonds de garantie.

L'Union bancaire offre des solutions nouvelles. Toutefois, elle laisse des zones d'ombre et la solidarité européenne née de l'Union bancaire pourrait être insuffisante pour répondre à des chocs majeurs.

La dernière [Note de l'OFCE](#) (n° 46 du 18 novembre 2014) retrace le contexte qui a présidé à la mise en place de cette Union bancaire et dresse un bilan des avantages et limites d'une telle avancée de l'Europe bancaire. Cette note a été réalisée dans le cadre de l'étude spéciale intitulée [« Comment lutter contre la fragmentation du système bancaire de la zone euro ? »](#), *Revue de l'OFCE*, n° 136 (2014).

La croissance de la zone euro dépend-elle vraiment d'une hypothétique relance budgétaire allemande ?

par [Christophe Blot](#) et [Jérôme Creel](#)

Le débat sur les politiques économiques en Europe a été relancé cet été par [Mario Draghi](#), lors du désormais traditionnel symposium de Jackson Hole, qui réunit notamment les principaux banquiers centraux de la planète. Malgré cela,

il semble que les uns ([Wolfgang Schäuble](#), Ministre allemand des finances) et les autres ([Christine Lagarde](#), directrice du FMI) continuent de camper sur leurs positions : discipline budgétaire et réformes structurelles, d'un côté ; relance de la demande et réformes structurelles, de l'autre. La différence est certes ténue, mais elle a ouvert la voie à ce que Mme Lagarde a dénommé « des marges de manœuvre budgétaires pour soutenir la reprise européenne ». Elle vise en particulier l'Allemagne, mais a-t-elle effectivement raison ?

Dans l'[interview](#) accordée au quotidien *Les Echos*, Christine Lagarde déclarait que l'Allemagne « dispose très probablement de marges de manœuvre budgétaires pour soutenir la reprise européenne ». Force est de constater que la zone euro est toujours en panne de croissance (au deuxième trimestre 2014, le PIB est encore inférieur de 2,4 % à son niveau d'avant-crise, au premier trimestre 2008). Malgré les baisses de taux d'intérêt décidées par la BCE et les mesures exceptionnelles qu'elle continue de prendre, le moteur de la croissance européenne reste entravé par l'insuffisance de la demande à court terme, résultant principalement de politiques budgétaires globalement restrictives à l'échelle de la zone euro. Dans le contexte actuel, le soutien de la croissance par des politiques budgétaires plus expansionnistes se heurte aux contraintes budgétaires et à la volonté politique de poursuivre la réduction des déficits. Les contraintes budgétaires peuvent être réelles pour les pays très fortement endettés et ayant perdu l'accès au marché, telle la Grèce. Elles sont plutôt de nature institutionnelle pour les pays capables d'émettre des titres de dette publique à des taux historiquement très faibles, telle la France. Selon Mme Lagarde, l'Allemagne disposerait de marges de manœuvre faisant de cette économie le seul moteur potentiel de la reprise européenne. Une analyse plus fine des effets – internes et de débordement vers les partenaires européens – de la politique budgétaire invite toutefois à tempérer cet optimisme.

Les mécanismes qui fondent l'hypothèse d'une croissance tirée par l'Allemagne sont assez simples. Une politique budgétaire expansionniste outre-Rhin stimulerait la demande intérieure allemande, ce qui accroîtrait les importations et créerait des débouchés supplémentaires pour les entreprises des autres pays de la zone euro. En contrepartie, cependant, un tel effet pourrait être tempéré par une politique monétaire légèrement moins expansionniste : selon [Martin Wolf](#), Mario Draghi n'a-t-il pas assuré que la BCE ferait tout ce qui est en son pouvoir pour assurer la stabilité des prix à moyen terme ?

Dans un [document de travail récent de l'OFCE](#), nous avons tenté de capter ces différents effets, commerciaux et de politique monétaire, dans une maquette dynamique de la zone euro. Il en ressort qu'une impulsion budgétaire positive de 1 point de PIB en Allemagne pendant trois années consécutives (soit un plan de 27,5 milliards d'euros par an [\[1\]](#)), augmenterait la croissance de la zone euro de 0,2 point la première année. Cet effet n'est certes pas négligeable. Pour autant, il résulte exclusivement de la stimulation dont bénéficierait la croissance allemande et non des effets de débordement vers les partenaires européens de l'Allemagne. En effet, et à titre d'exemple, l'augmentation de la croissance espagnole serait dérisoire (0,03 point de croissance seulement la première année). La faiblesse des effets de débordement s'explique simplement par la valeur modérée du multiplicateur budgétaire [\[2\]](#) en Allemagne. En effet, la littérature récente sur les multiplicateurs suggère que ceux-ci sont d'autant plus élevés que l'économie est en situation de basse conjoncture. Or selon les estimations d'écart de croissance retenues dans notre modèle, l'Allemagne ne serait pas dans ce cas si bien que la valeur du multiplicateur tomberait à 0,5 selon la calibration des effets multiplicateurs retenus pour nos simulations. Ainsi la croissance allemande augmentant de 0,5 point, l'effet de stimulation pour le reste de la zone euro est faible et dépend ensuite de la part de l'Allemagne dans les exportations de l'Espagne et du poids des exportations

espagnoles dans le PIB espagnol. *In fine*, une relance allemande serait sans aucun doute une bonne nouvelle pour l'Allemagne mais les autres pays de la zone euro risquent d'être déçus comme ils le seront sans doute de la mise en œuvre du salaire minimum ainsi que le suggéraient [Odile Chagny et Sabine Le Bayon](#) dans un post récent, au moins à court terme. On peut certainement supposer qu'à plus long terme, la relance allemande contribuerait à augmenter les prix outre-Rhin, y dégradant la compétitivité et offrant ainsi un canal supplémentaire par lequel les autres pays de la zone euro pourraient bénéficier d'une plus forte croissance.

Et si le même montant d'impulsion budgétaire n'était pas utilisé en Allemagne, mais plutôt en Espagne où l'écart de croissance est plus important, qu'advierait-il ? De fait, la simulation d'un choc budgétaire équivalent (27,5 milliards par an pendant trois ans, soit 2,6 points de PIB espagnol) en Espagne aurait des effets bien plus bénéfiques, pour l'Espagne mais aussi pour la zone euro. Alors que dans le cas d'une relance allemande, la croissance de la zone euro augmenterait de 0,2 point les trois premières années, celle-ci augmenterait en moyenne de 0,5 point par an pendant trois ans dans l'éventualité d'une relance effectuée en Espagne. Ces simulations suggèrent que s'il faut relancer la croissance dans la zone euro, autant le faire dans les pays où le retard de croissance est le plus important. Il est plus efficace de dépenser des fonds publics en Espagne qu'en Allemagne.

A défaut de relâcher les contraintes budgétaires espagnoles, un plan de relance financé par un emprunt européen, et dont les principaux bénéficiaires seraient les pays les plus fortement touchés par la crise, serait sans aucun doute la meilleure solution pour que la zone euro s'engage enfin sur une trajectoire de reprise dynamique et pérenne. Les discussions françaises et allemandes autour d'une initiative pour l'investissement seront donc bienvenues. Espérons qu'elles puissent conduire à l'adoption d'un plan ambitieux

pour relancer la croissance européenne.

Tableau. Impact d'une expansion budgétaire en Allemagne et en Espagne

En points

	Expansion budgétaire en Allemagne			Expansion budgétaire en Espagne		
	Croissance de l'Allemagne	Croissance de l'Espagne	Croissance de la Zone euro	Croissance de l'Allemagne	Croissance de l'Espagne	Croissance de la Zone euro
2013	0,5	0,0	0,2	0,0	4,9	0,5
2014	0,6	0,0	0,2	0,0	5,8	0,7
2015	0,5	0,0	0,2	0,0	2,8	0,4
2016	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	-0,1
2017	-0,6	0,0	-0,2	0,0	-2,6	-0,3
2018	-0,8	0,0	-0,2	0,0	-3,0	-0,3
2019	-0,7	0,0	-0,2	0,0	-2,9	-0,3

Source : iAGS model.

[1] La mesure est ensuite compensée de manière strictement équivalente de telle sorte que le choc correspond à un choc budgétaire transitoire.

[2] On rappelle que le multiplicateur budgétaire traduit l'impact de la politique budgétaire sur l'activité. Ainsi, pour un point de PIB de mesures budgétaires expansionnistes (respectivement restrictives), le niveau d'activité augmente (respectivement baisse) de k point.

Les enjeux du triple mandat de la BCE

par [Christophe Blot](#), [Jérôme Creel](#), [Paul Hubert](#) et [Fabien Labondance](#)

La crise financière a initié un débat sur le rôle des banques centrales et la conduite de la politique monétaire avant, pendant et après les crises économiques. Le consensus qui prévalait sur le rôle des banques centrales s'est fissuré. L'objectif unique de stabilité des prix est remis en cause au profit d'un triple mandat incluant l'inflation, la croissance et la stabilité financière. C'est *de facto* l'orientation qui est donnée au rôle de la BCE. Nous évoquons cette situation dans l'un des [articles](#) d'un numéro de la revue de l'OFCE intitulé « Réformer l'Europe »[\[1\]](#), dans lequel nous discutons de la mise en œuvre de ces différents objectifs.

La poursuite du seul objectif de stabilité des prix est aujourd'hui insuffisante pour assurer la stabilité macroéconomique et financière[\[2\]](#). Un nouveau paradigme émerge dans lequel les banques centrales doivent à la fois veiller à la stabilité des prix, à la croissance et à la stabilité financière. Les évolutions institutionnelles récentes de la BCE vont dans ce sens puisqu'elle se voit confier la surveillance micro-prudentielle[\[3\]](#). En outre, la conduite de la politique monétaire dans la zone euro montre que la BCE est restée attentive à l'évolution de la croissance[\[4\]](#). Mais si la BCE poursuit de fait un triple mandat, la question de la bonne articulation entre ces différentes missions continue de se poser.

La coordination entre les différents acteurs en charge de la politique monétaire, de la régulation financière et de la politique budgétaire est primordiale et fait défaut dans l'architecture actuelle. Par ailleurs, certaines pratiques doivent être clarifiées. La BCE a joué un rôle de prêteur en dernier ressort (des banques et dans une moindre mesure des Etats) sans que cette fonction ne lui soit précisément attribuée. Enfin, dans ce nouveau schéma où la BCE joue un rôle accru dans la détermination de l'équilibre macroéconomique et financier de la zone euro, il nous semble nécessaire de renforcer le contrôle démocratique de la BCE. La

définition des objectifs de la BCE dans le Traité de Maastricht lui laisse en effet une forte autonomie d'interprétation (voir notamment la discussion de Christophe Blot, [ici](#)). Par ailleurs, si la BCE rend compte régulièrement de son action auprès du Parlement européen, ce dernier n'a pas la possibilité de l'orienter [\[5\]](#).

A la suite de ces constats, nous évoquons plusieurs propositions afin d'articuler plus efficacement les trois objectifs poursuivis dorénavant par la BCE :

1 – Sans modification des traités en vigueur, il est important que les dirigeants de la BCE soient plus explicites dans les différents objectifs poursuivis [\[6\]](#). La priorité annoncée à l'objectif de stabilité des prix ne semble désormais plus correspondre à la pratique de la politique monétaire : l'objectif d'écart de croissance semble primordial, tout comme celui de stabilité financière. Plus de transparence rendrait la politique monétaire plus crédible et certainement plus efficace à prévenir une autre crise bancaire et financière. Le recours à une politique de change [\[7\]](#) ne devrait plus être négligé car elle peut participer à la résorption des déséquilibres macroéconomiques dans la zone euro.

2 – En l'absence d'une telle clarification, l'indépendance extensive de la BCE devrait être remise en cause afin de mieux correspondre aux standards internationaux en la matière. Les banques centrales disposent très rarement de l'indépendance d'objectif : à titre d'exemple, la Réserve fédérale poursuit un double mandat explicite, tandis que la Banque d'Angleterre inscrit son action dans un ciblage d'inflation institutionnalisé. Un triple mandat explicite pourrait être imposé à la BCE par les gouvernements, à charge pour les dirigeants de la BCE d'arbitrer efficacement entre ces objectifs.

3 – La question de l'arbitrage devient effectivement plus délicate au gré de l'élévation du nombre des objectifs

poursuivis. Elle l'est d'autant plus que la BCE s'est lancée *de facto* dans une politique de gestion de la dette publique qui l'expose désormais à la question de la soutenabilité des finances publiques européennes. Le mandat de la BCE devrait donc mentionner *de jure* son rôle de prêteur en dernier ressort, tâche usuelle des banques centrales, ce qui clarifierait la nécessité d'une coordination plus étroite entre gouvernements et BCE.

4 – Plutôt qu'à une remise en cause totale de l'indépendance de la BCE, qui n'obtiendrait jamais l'unanimité des Etats membres, nous appelons à la création *ex nihilo* d'un « organe de contrôle » de la BCE, qui pourrait être une émanation du Parlement européen, chargé de discuter et d'analyser la pertinence des politiques monétaires mises en place au regard des objectifs élargis de la BCE : stabilité des prix, croissance, stabilité financière et soutenabilité des finances publiques. La BCE serait alors non seulement invitée à rendre compte de sa politique – ce qu'elle fait déjà auprès du Parlement ou au travers du débat public – mais pourrait aussi voir ses objectifs ponctuellement redéfinis. Cet « organe de contrôle » pourrait par exemple proposer une quantification de la cible d'inflation ou d'un objectif de chômage.

[1] « Réformer l'Europe », sous la direction de Christophe Blot, Olivier Rozenberg, Francesco Saraceno et Imola Strehö, *Revue de l'OFCE*, n° 134, mai 2014. Le numéro est disponible en [version française](#) et [anglaise](#) et a fait l'objet d'un [post de blog](#).

[2] Le lien entre stabilité des prix et stabilité financière est analysé dans [“Assessing the Link between Price and Financial Stability”](#) (2014), Christophe Blot, Jérôme Creel, Paul Hubert, Fabien Labondance et Francesco Saraceno, *Document*

de travail de l'OFCE 2014-2.

[3] La mise en œuvre de l'union bancaire confie à la BCE un rôle en matière de régulation financière (décision du Conseil de l'Union européenne du 15 octobre 2013). Elle est désormais en charge de la supervision bancaire (plus particulièrement des institutions de crédit dites « significatives ») dans le cadre du SSM (*Single supervisory mechanism*). A compter de l'automne 2014, la BCE sera en charge de la politique micro-prudentielle, en étroite coopération avec les organismes et institutions nationales. Voir également, l'article de Jean-Paul Pollin « Au-delà de l'Union bancaire » dans la *Revue de l'OFCE* (« [Réformer l'Europe](#) »).

[4] Castro (2011) « [Can central banks' monetary policy be described by a linear \(augmented\) Taylor rule or by a nonlinear rule ?](#) », *Journal of Financial Stability* vol.7(4), p. 228-246. Ce papier montre, au travers de l'estimation de règles de Taylor entre 1999:1 et 2007:12, que la BCE a réagi significativement à l'inflation et à l'écart de production.

[5] Aux Etats-Unis, le mandat de la Réserve fédérale est défini par le Congrès qui exerce ensuite un droit de surveillance pouvant ainsi modifier ses statuts et son mandat.

[6] Au-delà de l'explicitation des objectifs en termes d'inflation ou de croissance, l'objectif fondamental de la banque centrale est de garantir la confiance en la monnaie.

[7] Cette question est en partie évoquée dans un [post](#) récent.

Pourquoi un taux d'intérêt négatif ?

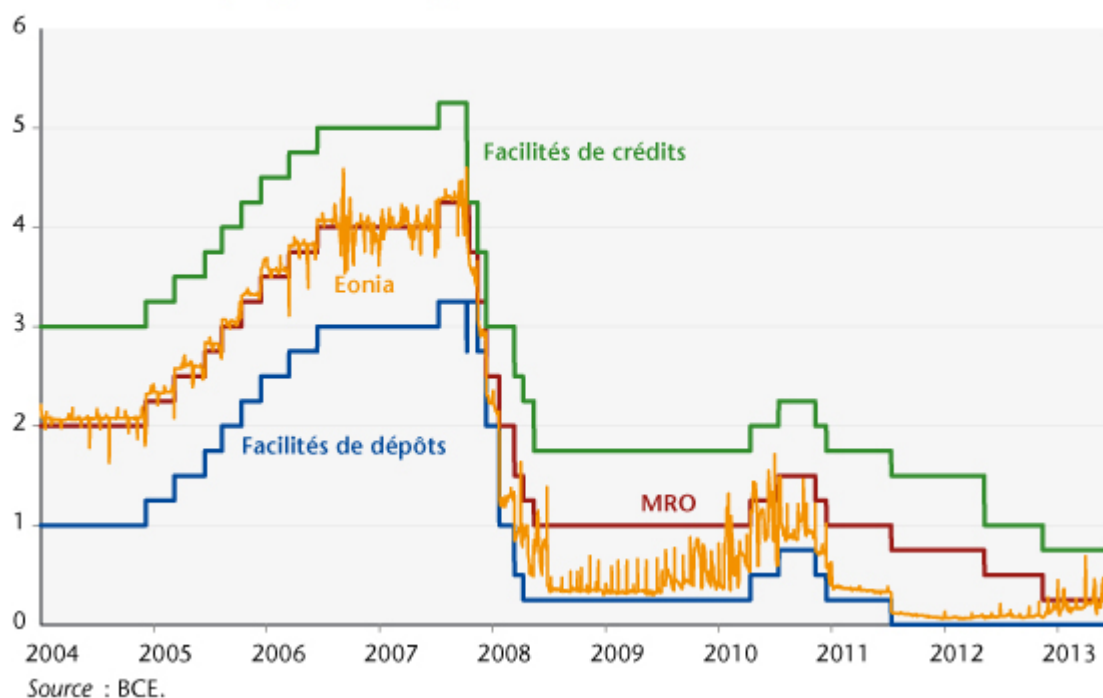
[Christophe Blot](#) et [Fabien Labondance](#)

Comme [anticipé](#), la Banque centrale européenne (BCE) a dégainé le 5 juin 2014 un [arsenal](#) de nouvelles mesures non-conventionnelles. Cela afin d'enrayer la dynamique déflationniste dans laquelle se trouve la zone euro. Parmi les mesures annoncées, la BCE a notamment décidé d'appliquer un taux d'intérêt négatif aux facilités de dépôts. Cette proposition inédite mérite une explication.

Il faut rappeler que depuis juillet 2012, le taux des facilités de dépôts était de 0 %. Il passe dorénavant à -0,10 %, de telle sorte qu'une banque déposant des liquidités auprès de la BCE verra son dépôt réduit de ce taux d'intérêt négatif. Avant de voir quelles seront les répercussions de cette mesure, il est utile de préciser le rôle des facilités de dépôts. L'action de la BCE s'appuie sur les prêts octroyés aux établissements de crédits de la zone euro *via* les opérations principales de refinancement (*MRO* pour *main refinancing operations*) ou les opérations de refinancement à plus long terme (*LTRO* pour *long term refinancing operations*). Avant la crise, ces opérations étaient conduites à taux variables, suivant une procédure d'enchères. Elles sont réalisées à taux fixe depuis octobre 2008. Le taux des opérations de refinancement doit permettre à la BCE d'influencer le taux pratiqué par les établissements de crédits pour les prêts interbancaires (*EONIA* pour *Euro overnight index average*), puis, par ce biais, l'ensemble des taux bancaires et des taux de marché. Pour éviter une trop forte volatilité de l'*EONIA*, la BCE met deux facilités à disposition des banques : facilités de crédits, par lesquelles elles peuvent emprunter auprès de la BCE pour une durée de 24 heures, et facilités de dépôts permettant de laisser des

liquidités en dépôts auprès de la BCE pour une durée de 24 heures. Ainsi, en cas de crise de liquidités, les banques ont la garantie de pouvoir prêter ou emprunter *via* la BCE, moyennant un taux d'intérêt plus élevé pour les facilités de crédits, ou plus faible pour les facilités de dépôts. Ces taux permettent alors d'encadrer les fluctuations de l'EONIA comme l'illustre le graphique 1.

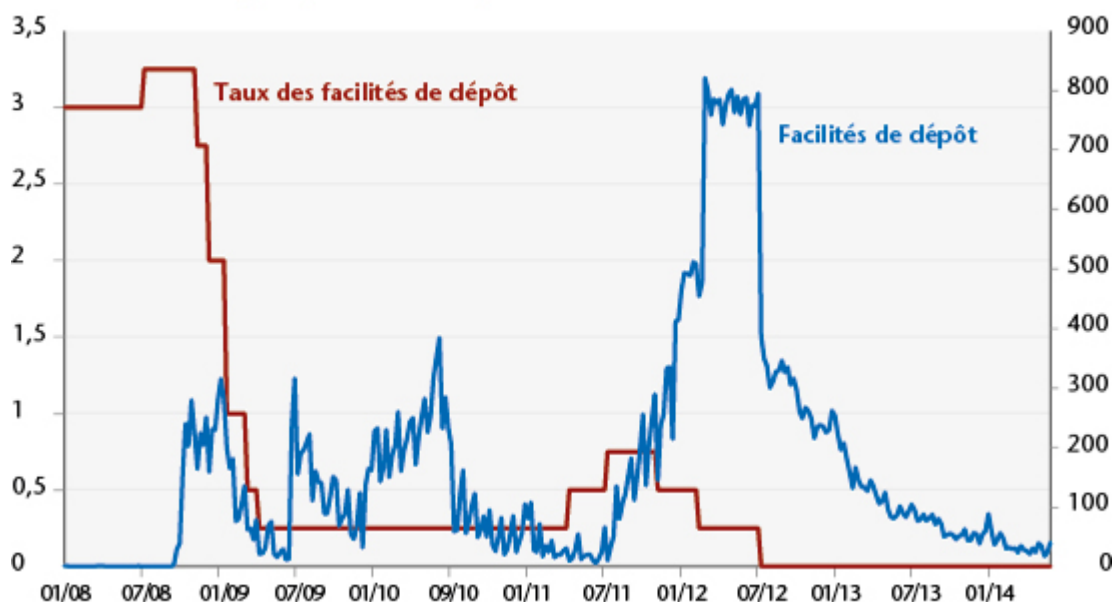
Graphique 1 : Principaux taux de la BCE et taux Eonia



En pratique, jusqu'à la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, les banques n'avaient que très peu recours aux facilités de dépôts, témoignant d'un fonctionnement normal du marché interbancaire. Depuis, la situation a radicalement changé, et le montant des dépôts laissés auprès de la BCE a fluctué de manière plus ou moins grande selon les incertitudes liées à la crise des obligations souveraines (graphique 2). Le paroxysme de la crise, au printemps 2012 coïncide avec les montants maxima déposés par les banques qui disposaient d'un excès de liquidité. Pendant une période de trois mois, environ 800 milliards d'euros (l'équivalent d'un peu moins de 10% du PIB de la zone euro), rémunérés à 0,25 %, étaient déposés par les banques européennes. Dans un contexte de crainte d'éclatement de la zone euro et d'incertitude sur la situation

financière des agents financiers et non-financiers, les banques ont déposé des montants très faiblement rémunérés auprès de la BCE. Elles ont fait ce choix plutôt que d'échanger ces excès de liquidité sur le marché monétaire, ou de soutenir l'activité par l'octroi de crédits aux entreprises ou par l'acquisition de titres financiers. Il a fallu attendre les déclarations de Mario Draghi de juillet 2012 annonçant qu'il mettrait tout en œuvre pour soutenir la zone euro (« [Whatever it takes](#) »), pour voir la confiance revenir et ces montants diminuer. C'est aussi le moment où le taux est passé à 0 %, réduisant un peu plus l'incitation à utiliser les facilités de dépôts. D'emblée, les dépôts diminuèrent de moitié, passant de 795,2 à 386,8 milliards d'euros. Depuis, ils diminuent graduellement mais restent élevés, notamment au regard de leur rémunération nulle. Ainsi, la dernière semaine de mai 2014, les dépôts s'élevaient encore à 40 milliards d'euros (graphique 2).

Graphique 2 : Principaux taux de la BCE et taux Eonia



Source : BCE.

Ce constat a donc poussé la BCE à proposer des taux négatifs afin d'inciter les banques commerciales à réallouer ces montants. Gageons que dès l'application de ce taux négatif,

les dépôts deviendront rapidement nuls. Pour autant, l'impulsion attendue ne sera que de 40 milliards d'euros et il en faudra davantage pour soutenir l'activité réelle. A n'en pas douter, cette seule mesure de la BCE n'a pas convaincu les marchés qu'elle avait pris la mesure de la situation.

La BCE a donc une nouvelle fois fait preuve d'activisme afin d'endiguer les risques qui pèsent sur la zone euro. Cette réaction peut être comparée à celle des autres institutions européennes qui ont eu des difficultés à prendre la mesure de la profondeur de la crise. En poussant la comparaison au-delà de la zone euro, il est aussi frappant de voir que les réactions de la Réserve fédérale et de la Banque d'Angleterre ont été plus rapides, alors même que le risque de déflation était moindre aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Cet activisme n'est peut-être pas étranger au dynamisme retrouvé de la croissance dans ces pays. L'action de la BCE est donc la bienvenue. Il faut maintenant espérer qu'elle permettra de prévenir le risque de déflation qui pèse sur la zone euro, risque qui aurait pu être évité si les gouvernements de la zone euro n'avaient pas mené des politiques d'austérité budgétaire généralisée, et si la BCE s'était montrée moins attentiste.

Que peut-on attendre d'une

baisse de l'euro pour l'économie française ?

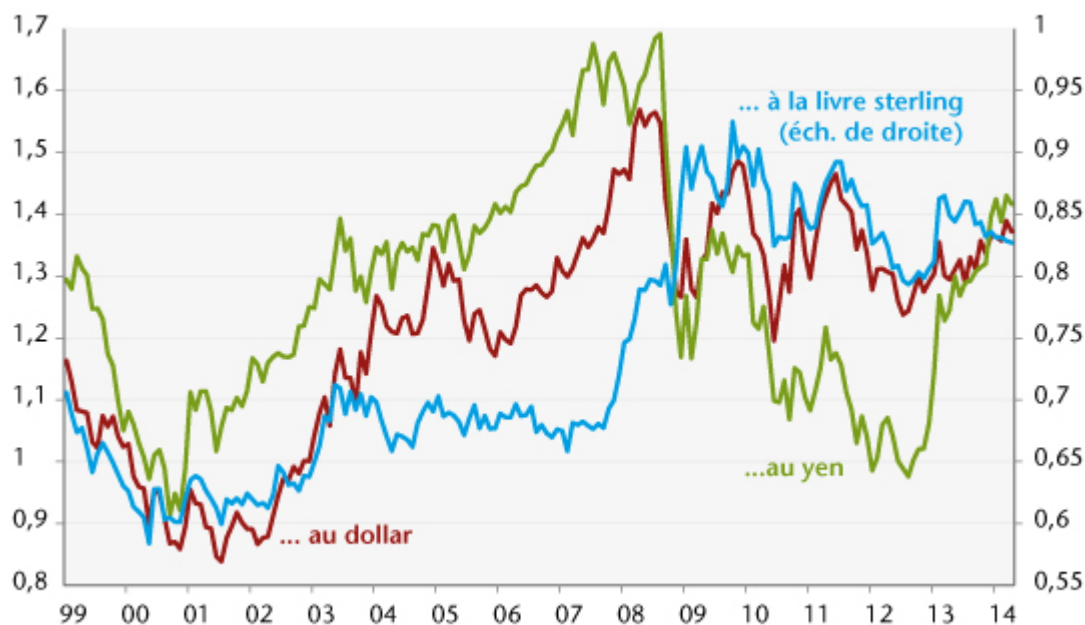
par [Bruno Ducoudré](#) et [Eric Heyer](#)

Face à la montée du risque de déflation en zone euro, renforcée par l'appréciation continue de l'euro face aux autres monnaies depuis mi-2012, les dirigeants de la Banque centrale européenne ont entamé un changement de ton dans leur communication aux marchés financiers : [ils évoquent maintenant la possibilité de mettre en œuvre de nouveaux assouplissements monétaires quantitatifs](#). Ces assouplissements sont susceptibles de faire baisser le taux de change de l'euro. Ils apporteraient alors un soutien précieux aux économies de la zone euro *via* un regain de compétitivité-prix vis-à-vis des concurrents hors de la zone, dans un contexte où les politiques de consolidation budgétaire vont continuer à freiner la [croissance prévue pour la zone euro en 2014 et en 2015](#). Quelles seraient dès lors les conséquences pour l'économie française d'une dépréciation de l'euro face aux autres monnaies ? Nous revenons brièvement sur les évolutions passées du taux de change de l'euro. Puis nous présentons les effets attendus d'une dépréciation de 10% de l'euro face aux autres devises à l'aide du modèle *emod.fr*. Ces effets sont plus modérés que ceux prévus par le gouvernement.

Les politiques d'assouplissement monétaire quantitatif ont été massivement utilisées par la Réserve fédérale américaine, la Banque d'Angleterre ou encore de la Banque centrale du Japon. Depuis la mi-2012, le bilan de ces 3 banques a continué d'augmenter de respectivement 6,5 pts de PIB, 1,3 pt de PIB et 15,3 pts de PIB. [Au cours de la même période, le bilan de la BCE s'est à l'inverse réduit de 8,4 pts de PIB](#). Cette divergence de stratégie a provoqué une appréciation continue de l'euro : en s'établissant aujourd'hui à 1,38 dollar, l'euro

a vu sa valeur augmenter depuis juin 2012 de 12 % face au dollar. Au cours de la même période, la monnaie commune s'est appréciée de 49 % par rapport au yen et de près de 3 % face à la livre sterling (graphique 1).

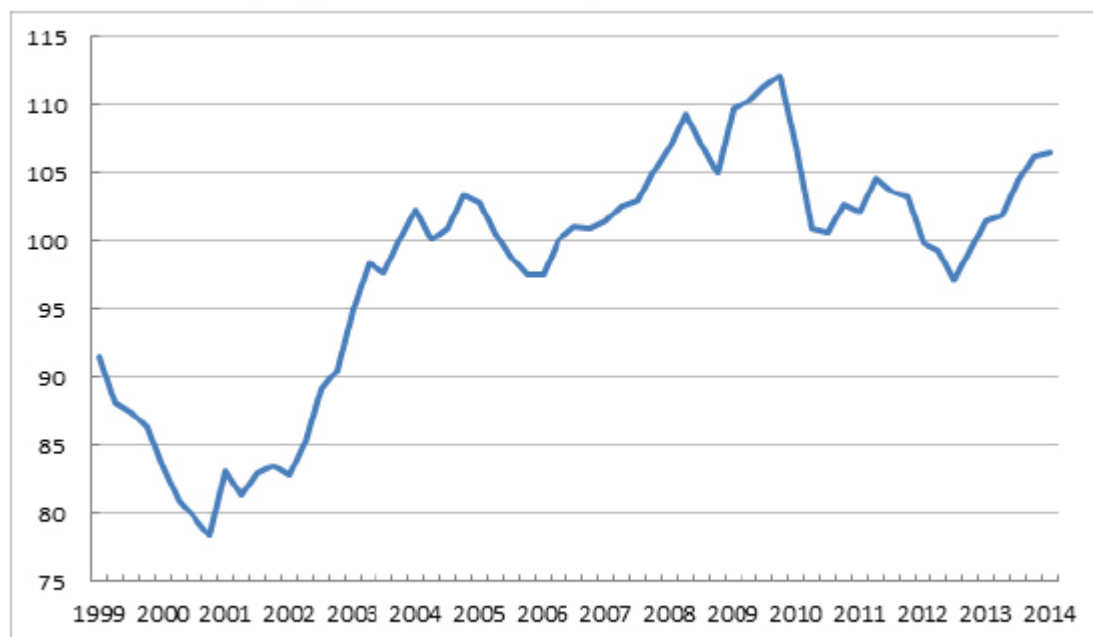
Graphique 1 : Taux de change de l'euro par rapport...



Source : Datastream.

Le taux de change effectif nominal de l'euro, qui pondère ces différents taux de change en fonction de la structure du commerce de la zone euro, s'est ainsi apprécié de 9,5 % depuis le troisième trimestre 2012 (graphique 2). Cette appréciation, combinée avec les politiques d'austérité et de désinflation compétitive menées en zone euro, a pesé sur la croissance du PIB de la zone, négative en 2012 et 2013, et sur l'inflation. L'absence de tensions inflationnistes et l'appréciation passée de l'euro laissent donc des marges de manœuvre à la BCE pour essayer d'infléchir le cours de l'euro face aux autres monnaies.

Graphique 2 : Taux de change effectif nominal de l'euro



Source : OCDE.

Quel serait l'impact d'une dépréciation de l'euro vis-à-vis de l'ensemble des autres devises ?

Les effets d'une dépréciation de l'euro sont doubles :

- **Un effet de revenu** : un euro faible augmente le prix des importations. Cela se traduit par une hausse de la facture énergétique, une hausse des prix de production des entreprises et une perte de pouvoir d'achat des ménages ;
- **Un effet de substitution** : un euro faible diminue le prix des exportations et accroît ces dernières. La dépréciation détériore aussi la compétitivité des producteurs concurrents, ce qui provoque une baisse des importations à l'avantage de la production domestique.

Ces effets opposés ne s'appliquent qu'au commerce extra zone euro. Le commerce avec nos partenaires européens n'est pas directement impacté puisque les prix des importations et des exportations en provenance et à destination de cette zone restent inchangés. En revanche, le commerce intra zone euro

est impacté par un euro faible. Mais, cela passe par le canal de la demande adressée.

Tableau 1. Impact sur l'économie française d'une dépréciation du taux de change de l'euro de 10 % contre toutes les monnaies

(Écart au niveau du scénario de référence en %)	n	n+1	n+2	n+8
PIB	0,3	0,4	0,5	0,0
Emploi salarié total (en milliers)	22	53	74	34
Prix à la consommation des ménages	0,9	1,4	1,9	3,9
Capacité de financement public (en % du PIB)	0,0	0,2	0,3	0,2

Note de lecture : Une dépréciation de l'euro serait favorable à l'activité à court-terme via une amélioration de la compétitivité-prix de la France par rapport aux pays hors zone euro. L'effet positif de la dépréciation de l'euro sur l'activité de nos partenaires de la zone euro et celui négatif de nos partenaires hors zone euro est pris en compte.

Source : emod.fr

Comme le résume le tableau 1, une dépréciation de 10% de l'euro face à l'ensemble des monnaies entraîne un gain de compétitivité-prix à l'exportation pour la France vis-à-vis du reste du monde. Les autres pays de la zone euro bénéficient du même gain de compétitivité sur l'ensemble des marchés à l'exportation. Dans ce cas, l'effet sur l'activité serait de 0,3% la première année, de 0,5% au bout de trois ans, et nul au bout de neuf ans. La hausse de demande adressée entraînée par l'amélioration de l'activité chez nos partenaires européens serait globalement compensée par la baisse de la demande adressée à la France par le reste du monde. Sur le marché du travail, une telle dépréciation entraînerait la création de 22 000 emplois la première année de 74 000 emplois au bout de 3 ans. Le solde public de son côté s'améliorerait de 0,3 point de PIB à l'horizon de 3 ans.

Ces résultats, s'ils modèrent ceux [publiés par la DG Trésor\[1\]](#), n'en demeurent pas moins significatifs et bienvenus dans le contexte économique actuel marqué par une croissance faible et un risque de déflation. Une dépréciation de la monnaie unique permettrait également d'atténuer le processus de désinflation compétitive engagé au sein des pays de la zone euro.

[\[1\]](#) Dans leur publication, la DG Trésor considère qu'une baisse de 10% du taux de change effectif de l'euro (contre toutes monnaies) permettrait d'accroître notre PIB de 0,6 point de PIB la première année et de 1,2 point de PIB au bout de trois ans ; de créer 30 000 emplois la première année et 150 000 emplois au bout de trois ans ; de réduire le déficit public 0,2 point de PIB la première année et de 0,6 point de PIB au bout de trois ans.