

# Pourquoi un taux d'intérêt négatif ?

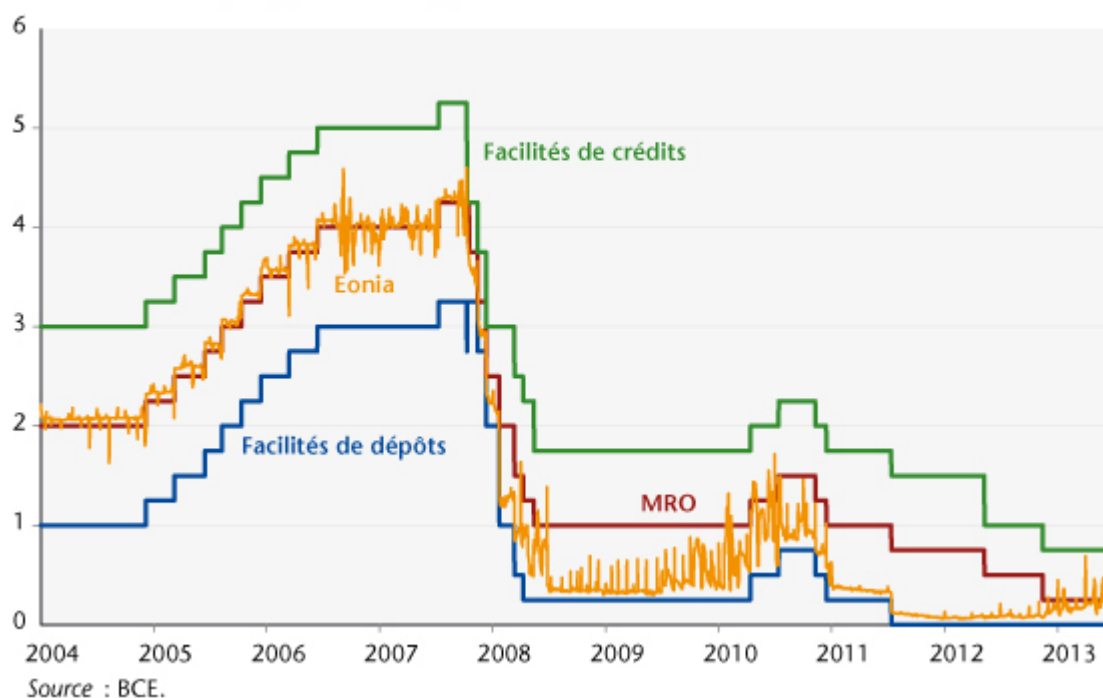
[Christophe Blot](#) et [Fabien Labondance](#)

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.

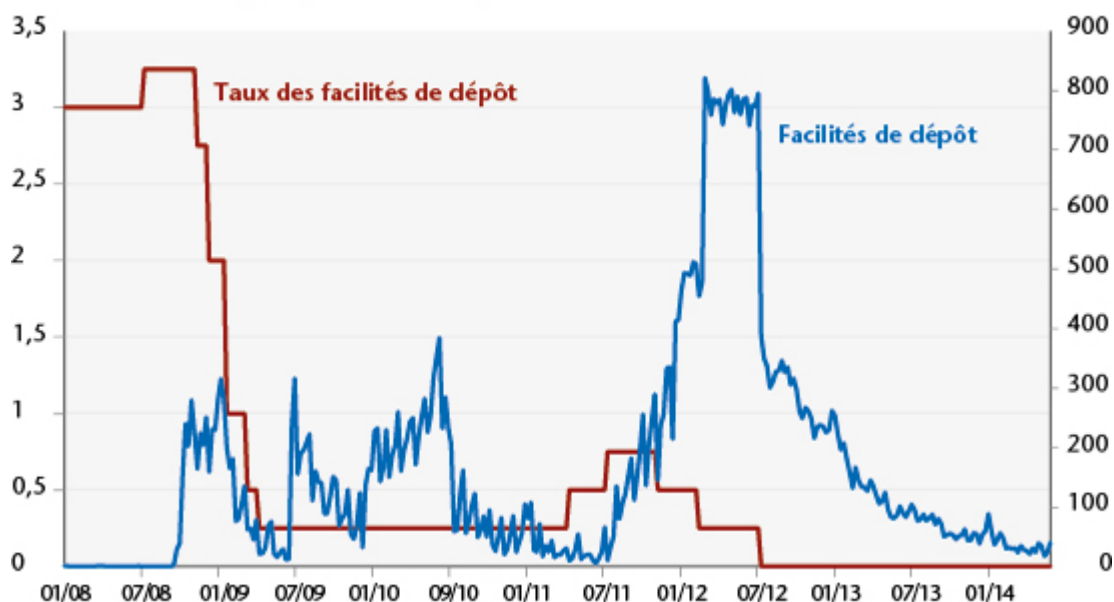
**Graphique 1 : Principaux taux de la BCE et taux Eonia**



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.

---

**Quelles réformes pour**

# L'Europe ?

par [Christophe Blot](#) [1], [Olivier Rozenberg](#) [2], [Francesco Saraceno](#) [3] et [Imola Strehö](#) [4]

Du 22 au 25 mai prochain, les Européens se rendront aux urnes pour élire les 751 députés du Parlement européen. Ces élections vont se dérouler dans un climat de forte défiance à l'égard des institutions européennes. Si cette crise de confiance n'est pas propre à l'Europe, elle se conjugue à une crise économique, la plus grave depuis la Grande Dépression, et à une crise politique que traduit la difficulté des institutions européennes à légiférer. Les enjeux des prochaines élections recoupent donc de multiples aspects qui doivent être abordés sous un angle pluridisciplinaire. Le numéro 134 de la collection « Débats et Politiques » de la *Revue de l'OFCE* (publié en [français](#) et en [anglais](#)) réunit des chercheurs – économistes, juristes ou politistes – spécialistes des questions européennes, qui partant des développements et des débats propres à leur discipline, partagent leur vision des réformes nécessaires pour améliorer le fonctionnement de l'Europe. L'objectif est ainsi d'alimenter le débat public, en amont des élections européennes et au-delà, au travers d'articles courts synthétisant les débats et proposant quelques recommandations à l'attention des candidats à l'élection, bien entendu, mais aussi au-delà des partis politiques, des syndicats, des entreprises, des associations et surtout de l'ensemble des citoyens intéressés par les questions européennes.

Dans le contexte de crise que nous traversons, le débat qui se dessine autour des prochaines élections européennes semble être pris en otage entre deux visions. La première s'apparente à un déni de la situation dans laquelle se trouve la zone euro et l'Europe. Il faudrait se satisfaire de la stabilité de l'euro malgré la crise. Les institutions se sont adaptées de telle sorte que l'Europe aurait finalement su mettre en œuvre

les compromis nécessaires pour sortir de la crise et faire face aux difficultés futures. A l'opposé, la vision eurosceptique insiste sur le fait que la crise serait fondamentalement une crise de la construction européenne. La seule issue possible serait le retour aux monnaies nationales. Les différentes contributions rassemblées dans cet ouvrage tentent de dépasser ce clivage. La crise récente a mis en lumière les carences du fonctionnement des institutions et l'insuffisance d'une stratégie de politique économique fondée sur la seule discipline budgétaire. Si des réformes ont bien été mises en œuvre, elles s'avèrent insuffisantes, voire insatisfaisantes. Pour autant, nous refusons le simple constat d'échec du projet européen, l'idée que toute réforme serait impossible, que le projet européen ne saurait se poursuivre car voué à l'échec.

Le débat sur le futur de l'Europe et sur les réformes nécessaires pour une meilleure expression de la démocratie et de la citoyenneté européenne, pour une gouvernance plus efficace et pour l'élaboration de politiques publiques adaptées, doit donc se poursuivre. Pour autant, le lecteur ne trouvera pas dans cet ouvrage un projet commun et cohérent mais plutôt des visions éclectiques et parfois même contradictoires. Il s'agit plutôt de présenter les termes du débat politique afin de donner aux candidats et aux électeurs les clés permettant de comprendre les enjeux de cette élection et de se prononcer sur l'orientation qu'ils souhaitent donner au projet européen.

---

[1] OFCE, Sciences Po

[2] Sciences Po, Centre d'études européennes

[3] OFCE, Sciences Po, ([@fsaraceno](#))

[4] Sciences Po, Ecole de droit et Centre d'études européennes

---

# Zone euro : Reprise ou déflation ?

par [Céline Antonin](#), [Christophe Blot](#), Sabine Le Bayon et Danielle Schweisguth

*Ce texte résume [les perspectives 2014-2015 de l'OFCE pour l'économie de la zone euro](#)*

La zone euro va-t-elle s'engager sur la voie de la reprise ou s'enfoncera-t-elle dans une spirale déflationniste ? Les derniers indicateurs macroéconomiques émettent des signaux contradictoires à ce sujet. Le retour de la croissance se confirme avec trois trimestres consécutifs de progression du PIB. Cependant, le niveau du chômage dans la zone euro se maintient à un niveau historiquement élevé (11,9 % pour le mois de février 2014), ce qui alimente des pressions déflationnistes, confirmées par les derniers chiffres d'inflation (0,5 % en glissement annuel pour le mois de mars 2014). Si ce recul de l'inflation tient en partie à l'évolution des prix de l'énergie, il reste que l'inflation sous-jacente a glissé sous le seuil de 1 % (graphique 1). Dans ces conditions, un retournement des anticipations d'inflation ne peut être exclu, ce qui ne manquerait pas de pousser la zone euro en déflation. La BCE s'inquiète de cette situation depuis plusieurs semaines et se dit prête à agir (voir [ici](#)). Cependant, aucune piste concrète quant à la façon d'assouplir la politique monétaire et d'éviter l'ancrage des anticipations sur une trajectoire déflationniste n'a été définie.

Après un recul du PIB de 0,4 % en 2013, la croissance redeviendra positive dans la zone euro : 1,3 % en 2014 puis 1,6 % 2015. Pour autant, à ce rythme de croissance, la plupart

des pays de la zone euro garderont un écart de production ouvert, reflétant l'idée que la zone euro se trouve sur une trajectoire de sortie de crise ralentie. En effet, bien que les efforts de réduction des déficits vont s'atténuer, les politiques budgétaires seront encore pro-cycliques. En outre, les conditions de financement vont continuer à s'améliorer. La fin de la crise des dettes souveraines, notamment grâce aux annonces de la BCE de juillet et de septembre 2012 [\[1\]](#), a permis de réduire les primes de risques sur le marché des obligations d'Etat. L'impact de cette réduction des taux longs de marché s'est en partie répercuté sur les taux d'intérêt bancaires et les conditions d'offre de crédits sont globalement moins restrictives qu'elles ne l'étaient entre le début de l'année 2012 et la mi-2013. Mais il reste que cette croissance sera insuffisante pour enclencher une véritable dynamique de reprise débouchant sur une réduction rapide et significative du chômage. Il ne baisserait en effet que très modérément passant de 11,9 % au premier trimestre 2014 à 11,3 % en fin d'année 2015. Alors que l'Allemagne serait dans une situation de quasi plein-emploi, le chômage de masse en Espagne et dans les autres pays du sud de l'Europe perdurerait (graphique 2). Le chômage se stabiliserait en Italie et continuerait d'augmenter en France.

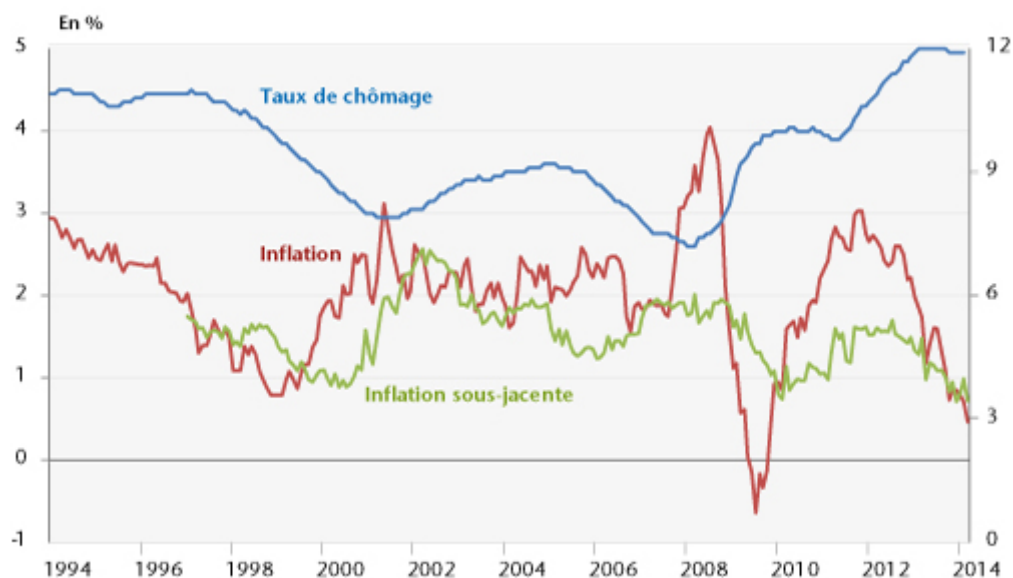
Or, cette situation de sous-emploi est la source du risque déflationniste. Elle pèse sur la dynamique des salaires et contribue à la faiblesse de l'inflation sous-jacente. Celle-ci est en effet nulle en Espagne en mars 2013 et négative en Grèce et au Portugal. Pour l'ensemble de la zone euro, nous n'anticipons pas à court terme de déflation, mais la faiblesse de la croissance accroît la probabilité que les anticipations des agents privés ne s'ancrent sur un tel scénario.

La situation de la zone euro rappelle celle du Japon au cours des années 2000. Le pays est entré en déflation en 1999 [\[2\]](#) après la récession liée à la crise asiatique. Ensuite, malgré une croissance moyenne de 1,4 % entre 2000 et 2006, les prix



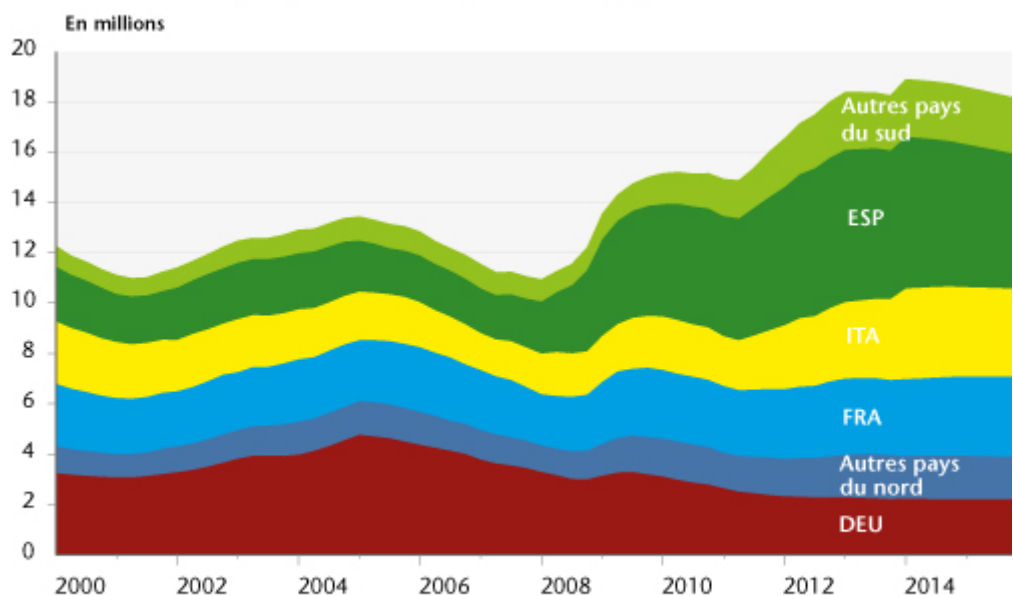
ne sont pas repartis à la hausse et la Banque centrale n'a pas trouvé les moyens de sortir de ce piège malgré des politiques monétaires expansionnistes. C'est précisément cette dynamique qui menace la zone euro aujourd'hui et tous les moyens qui permettront de l'éviter (politique monétaire, politique budgétaire et coordination des politiques salariales [3]) doivent être mobilisés.

**Graphique 1. Taux de chômage et taux d'inflation dans la zone euro**



Source : Eurostat.

**Graphique 2. Chômage dans les pays de la zone euro**



Note : Les autres pays du Sud sont le Portugal et la Grèce. Les autres pays du Nord sont les Pays-Bas, la Belgique, l'Irlande, l'Autriche et la Finlande.

Sources : Eurostat, prévision OFCE avril 2014.

---

[1] En juillet, le Président de la BCE, Mario Draghi, déclarait en effet que la BCE sauverait l'euro « quoi qu'il en coûte ». En septembre, la BCE annonçait la création d'une nouvelle opération (l'OMT, voir le post de [Jérôme Creel et de Xavier Timbeau](#)) lui donnant la possibilité d'acheter sans limite des titres de dette souveraine.

[2] Il faut mentionner un premier passage en déflation en 1995 après trois années de croissance atone.

[3] Tous ces éléments sont détaillés dans le précédent rapport [iAGS](#) (2014).

---

## Vers une meilleure gouvernance dans l'UE ?

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

Vers une meilleure gouvernance dans l'UE ? Tel était le sujet de la 10<sup>e</sup> Conférence EUROFRAME sur les questions de politique économique dans l'Union européenne, qui s'est tenue le 24 mai 2013 à Varsovie. « [Towards a better governance in the EU?](#) », le numéro 132 de la collection « Débats et Politiques » de la *Revue de l'OFCE*, publie des versions révisées de douze des communications présentées à cette conférence, rassemblées autour de quatre thèmes : gouvernance budgétaire, analyse des politiques budgétaires, gouvernance bancaire, questions macroéconomiques.

La crise financière mondiale de 2007 et la crise des dettes souveraines de la zone euro à partir de 2009 ont mis en lumière des défauts de la gouvernance dans l'UE. L'analyse de ces défauts et les propositions d'amélioration de la gouvernance font l'objet d'intenses débats entre économistes, dont la Conférence EUROFRAME a donné une illustration.

Comment renforcer l'Union Economique et Monétaire entre des pays qui restent foncièrement différents ? Comment sortir par le haut de la crise financière et économique, de la crise des dettes publiques, de l'austérité budgétaire et de la dépression ? Peut-on mettre en place une gouvernance de la zone euro, qui garantisse la solidité de la monnaie unique, qui évite le creusement des disparités entre Etats membres, qui leur donne les marges de manœuvre nécessaires, tout en leur interdisant les politiques non-coopératives, que ce soit la recherche excessive de compétitivité et d'excédents extérieurs ou le gonflement irresponsable de leurs dettes publiques ou extérieures ?

Au fil des articles de ce numéro, le lecteur verra apparaître plusieurs points de vue qui sont autant de voies possibles pour l'Europe :

– Certains pensent qu'il faut revenir au Traité originel, supprimer les mécanismes de solidarité, interdire à la Banque centrale d'acheter les dettes des pays membres, imposer à ceux-ci de se financer sur les marchés financiers, qui, échaudés par l'expérience grecque, seront maintenant plus vigilants et imposeront des primes de risques aux pays qu'ils jugent laxistes. Mais ceci est-il compatible avec l'unicité de l'euro ? Les marchés sont-ils compétents en matière macroéconomique ? Les pays de la zone euro peuvent-ils accepter d'être abaissés au rang de pays sans souveraineté monétaire, dont la dette publique est considérée comme risquée et qui ne contrôlent pas leur taux d'intérêt ?

– D'autres estiment qu'il faut aller progressivement

vers une Europe fédérale, où les pouvoirs européens auraient en charge la politique budgétaire de chacun des Etats membres ; ceci devrait s'accompagner d'une démocratisation des instances de l'Union allant jusqu'à une certaine forme d'union politique. Mais peut-on gérer de façon centralisée des pays dont les conjonctures, les structures économiques et sociales diffèrent, qui ont besoin de stratégies différenciées ? La zone euro n'est-elle pas trop hétérogène ? Chaque pays peut-il accepter de soumettre ses choix sociaux et économiques à des arbitrages européens ?

– D'autres estiment que la monnaie unique entre pays trop hétérogènes est impossible, que la garantie inconditionnelle des dettes publiques sera refusée par les pays du Nord, alors qu'elle est indispensable pour maintenir l'unité de la zone euro, que l'Europe est incapable d'organiser une stratégie commune mais différenciée, que les différentiels accumulés en matière de compétitivité nécessitent de forts réajustements de parité en Europe. Il faut laisser les taux de change refléter les situations différenciées des pays membres : forte baisse des monnaies des pays du Sud, forte montée des taux de change des pays du Nord, en retournant au SME, ou même à la flexibilité des change. Chaque pays sera alors placé devant ses responsabilités : les pays du Nord devront relancer leur demande intérieure, ceux du Sud devront utiliser leurs gains de compétitivité pour reconstruire un secteur exportateur. Mais aucun pays ne demande ce saut dans l'inconnu, dont les conséquences financières pourraient être redoutables.

– Certains enfin, dont nous sommes, estiment qu'il faut que les dettes publiques redeviennent des actifs sans risques, garanties par la BCE, dans le cadre d'une coordination ouverte des politiques économiques des pays membres, visant explicitement le plein-emploi et la résorption concertées des déséquilibres de la zone. Mais cette coordination n'est-elle pas un mythe ? Un pays peut-il

accepter de modifier ses objectifs de politique économique pour améliorer la situation de ses partenaires ? Les méfiances entre pays européens ne sont-elles pas trop fortes aujourd'hui pour que chacun accepte de garantir les dettes publiques de ses partenaires ?

Telles sont les questions qui traversent ce numéro, lequel nous l'espérons, apporte une contribution utile aux débats sur la gouvernance de l'UE à l'approche des élections européennes.

---

[1] [EUROFRAME](#) est un réseau d'instituts économiques européens qui regroupe : DIW et IFW (Allemagne), WIFO (Autriche), ETLA (Finlande), OFCE (France), ESRI (Irlande), PROMETEIA (Italie), CPB (Pays-Bas), CASE (Pologne) et NIESR (Royaume-Uni).

[2] Ce numéro est publié en langue anglaise.

---

# Et si la BCE respectait son mandat !

par [Christophe Blot](#)

L'article 127 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TUE), soit l'ex-article 105 du Traité de Maastricht, stipule clairement que « *l'objectif principal du Système européen de banques centrales [...] est de maintenir la stabilité des prix* ». Aucune quantification précise de cet objectif n'est cependant donnée dans le Traité. La BCE l'a interprété en énonçant qu'elle ciblerait une inflation inférieure mais proche de 2 % à moyen terme. Par ailleurs,

l'article 127 du TUE ajoute que « *sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le [Système européen de banques centrales] apporte son soutien aux politiques économiques générales de l'Union, tels que définis à l'article 3...* », ce qui inclut notamment le développement durable de l'Europe fondé sur une croissance économique équilibrée et sur la stabilité des prix, le plein-emploi et le progrès social. Il apparaît donc clairement que l'objectif de croissance ou d'emploi n'est pas délaissé mais **subordonné** à celui de stabilité des prix. Partant de ce rappel sur la définition des objectifs de la BCE, quel constat pouvons-nous faire actuellement de l'orientation de la politique monétaire au sein de la zone euro ?

Depuis la fin de l'année 2013, quelques signes de redressement économique sont apparus dans la zone euro. La première estimation de la croissance au quatrième trimestre 2013 confirme la sortie de la récession, le PIB ayant progressé de 0,3 %. Il n'en demeure pas moins que la situation économique est fragile. Pour s'en convaincre, il suffit simplement de rappeler que le taux de chômage atteint 12 % de la population active, soit le niveau le plus élevé depuis 1993 (graphique). La croissance devrait accélérer en 2014 et 2015. Selon les prévisions annoncées par la BCE en mars 2014, elle atteindrait 1,2 % en 2014 puis 1,5 % en 2015, un rythme toutefois insuffisant pour permettre une décrue rapide et significative du chômage. Par ailleurs, depuis la fin de l'année 2013, l'inflation est passée sous le seuil de 1 % et glisse dangereusement vers une zone de risque déflationniste. En outre, toujours selon les prévisions de la BCE, l'inflation ne dépasserait pas 1,0 % en 2014, puis remonterait à 1,3 % en 2015 et 1,5 % en 2016. Dans tous les cas, on est loin de la cible de 2 % à moyen terme. L'objectif de stabilité des prix tel que défini par la BCE ne serait donc pas respecté. Lors de sa conférence de presse du mois de mars, Mario Draghi a annoncé que le maintien du taux directeur [\[1\]](#) à 0,25 % et l'absence de mesures supplémentaires (dites non

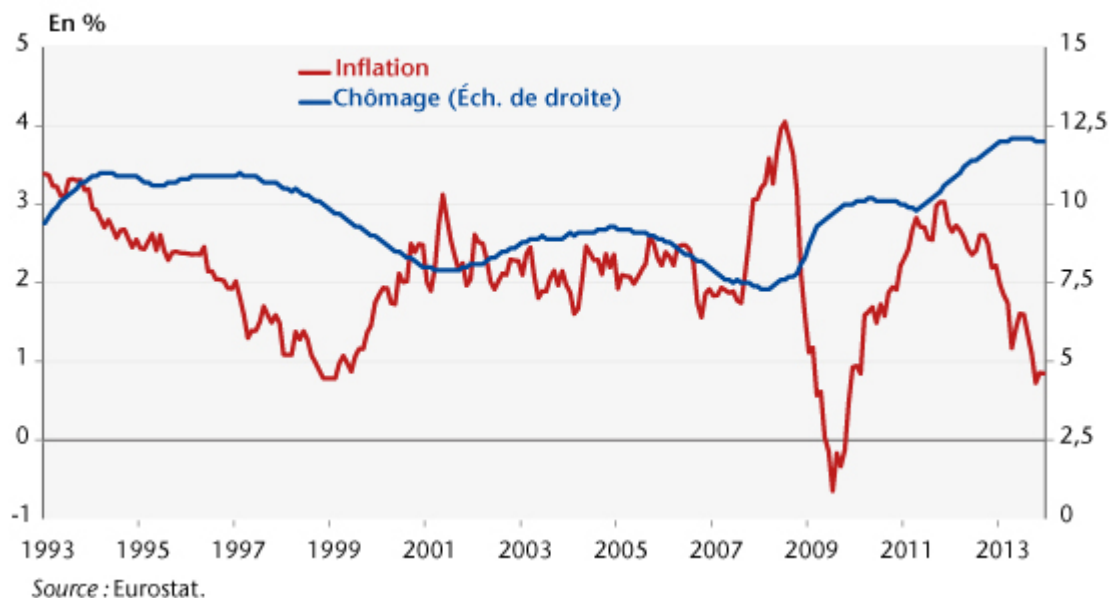
conventionnelles) pourraient stimuler la zone euro. Ce *statu quo* est justifié par l'absence de signes d'une décreue plus rapide de l'inflation. Ce faisant, le Président de la BCE indique qu'il se satisfait d'une situation où l'inflation se maintient durablement sous le seuil de 2 % et où la zone euro est caractérisée par un chômage de masse persistant. Faudrait-il alors réinterpréter la définition de la stabilité des prix à laquelle se réfère la BCE et considérer que le terme *inférieur* est plus important, aux yeux des membres du Conseil des gouverneurs de la BCE, que celui de *proche* de 2 % ? La réponse à cette question n'est évidemment pas neutre puisqu'elle témoignerait d'une asymétrie de la réaction de la banque centrale à l'égard de l'inflation, la BCE réagissant plus rapidement lorsque l'inflation dépasse 2 % que lorsqu'elle est inférieure à 2 %, y compris à l'horizon des prévisions de son équipe. Quelle que soit l'interprétation de cet objectif principal, il n'en demeure pas moins que les risques sur la stabilité des prix ne sont pas aujourd'hui un frein à la mise en œuvre d'une politique monétaire plus expansionniste. Dans ces conditions, la BCE a toute latitude pour se préoccuper activement de ses autres objectifs dont la croissance et le chômage en premier lieu.

Quels sont alors les moyens dont dispose la BCE sachant qu'avec un taux d'intérêt directeur à 0,25 %, les marges de manœuvre à la baisse sont très limitées ? La BCE doit donc recourir à d'autres leviers. La communication des banques centrales a pris un rôle croissant dans la mise en œuvre de la politique monétaire parce qu'elle permet d'influencer les anticipations des agents et donc l'impact des décisions sur l'inflation et la croissance. A cet égard, elle s'est récemment (juillet 2013) engagée dans une politique dite d'orientation prospective (*forward guidance*) par laquelle elle précise que le taux directeur sera maintenu à un niveau bas pendant une période prolongée[2]. La BCE pourrait aller plus loin en conditionnant la hausse du taux d'intérêt directeur à une cible de taux de chômage comme l'ont annoncé la Banque

d'Angleterre et la Réserve fédérale, ce qui donnerait plus de substance à son objectif d'emploi et de croissance. Par ailleurs, les mesures non conventionnelles pourraient être mobilisées pour accentuer le caractère expansionniste de la politique monétaire. Il s'agit principalement de mesures qui modifient soit la taille, soit la composition du bilan de la banque centrale et qui permettent alors d'influencer les conditions de financement au-delà de l'impact de la baisse des taux courts. Un rapport récent du Conseil d'analyse économique (voir [ici](#)) va dans ce sens et propose notamment que la BCE procède à des achats de crédits titrisés aux PME afin de réduire le coût de financement des entreprises. Le programme OMT<sup>[3]</sup> (*Outright monetary transactions*) aurait pu être activé pour soutenir la baisse des taux longs publics. L'annonce de cette mesure avait en effet largement contribué à faire baisser les taux d'intérêt longs publics en Espagne et en Italie, notamment parce qu'elle envoyait le signal que le risque d'éclatement de la zone euro s'éloignait. A ce jour, la BCE n'est pas intervenue sur les marchés pour y acheter des titres publics. Pourtant sa capacité d'intervention étant sans limite, de telles opérations d'achat permettraient de réduire les taux longs. Il faut toutefois souligner que l'OMT est aujourd'hui contestée par la Cour constitutionnelle allemande de Karlsruhe qui doute de la constitutionnalité du programme, et renvoie la décision à la Cour de justice de l'Union européenne. Un rejet ou une restriction de l'action de la BCE sur ce point serait regrettable. Certes, le périmètre d'intervention de la BCE doit être clarifié. Mais, il est aussi fondamental que les objectifs de stabilité de prix et de croissance demeurent. Les juges allemands ou ceux de la Cour de justice de l'Union européenne seraient bien avisés de se pencher sur ce point.



Graphique. Taux de chômage et taux d'inflation dans la zone euro



---

[1] Il s'agit du taux principal de refinancement qui correspond au coût des liquidités empruntées, dans le cadre des opérations de politique monétaire, par les établissements de crédit de la zone euro auprès de la BCE.

[2] Voir le [post](#) de Paul Hubert et de Fabien Labondance sur ce sujet.

[3] Voir le [post](#) de Jérôme Creel et Xavier Timbeau pour des précisions sur l'OMT.

---

# L'austérité maniaco-dépressive, parlons-en !

Par Christophe Blot, Jérôme Creel, Xavier Timbeau

*A la suite d'échanges avec nos collègues de la Commission européenne [\[1\]](#), nous revenons sur les causes de la longue période de récession que traverse la zone euro depuis 2009. Nous persistons à penser que l'austérité budgétaire précoce a été une erreur majeure de politique économique et qu'une politique alternative aurait été possible. Les économistes de la Commission européenne continuent pour leur part de soutenir qu'il n'existait pas d'alternative à cette stratégie qu'ils ont préconisée. Ces avis divergents méritent qu'on s'y arrête.*

Dans le rapport [iAGS 2014](#) (mais aussi dans le rapport [iAGS 2013](#) ou dans [différentes publications de l'OFCE](#)), nous avons développé l'analyse selon laquelle la forte austérité budgétaire entreprise depuis 2010 a prolongé la récession, contribué à la hausse du chômage dans les pays de la zone euro et nous expose désormais au risque de déflation et à une augmentation de la pauvreté.

Amorcée en 2010 (principalement en Espagne, en Grèce, en Irlande ou au Portugal, l'impulsion budgétaire [\[2\]](#) a été pour la zone euro de -0,3 point de PIB cette année-là), puis accentuée et généralisée en 2011 (impulsion budgétaire de -1,2 point de PIB à l'échelle de la zone euro, voir tableau), renforcée en 2012 (-1,8 point de PIB) et poursuivie en 2013 (-0,9 point de PIB), l'austérité budgétaire devrait persister en 2014 (-0,4 point de PIB). A l'échelle de la zone euro, depuis le début de la crise financière internationale de 2008, et en comptabilisant les plans de relance de l'activité de 2008 et 2009, le cumul des impulsions budgétaires se résume à une politique *restrictive* de 2,6 points de PIB. Parce que les multiplicateurs budgétaires sont élevés, une telle politique

explique en (grande) partie la prolongation de la récession en zone euro.

Les multiplicateurs budgétaires synthétisent l'impact d'une politique budgétaire sur l'activité[3]. Ils dépendent de la nature de la politique budgétaire (selon qu'elle porte sur des hausses d'impôts, des baisses de dépenses, en distinguant les dépenses de transfert, de fonctionnement ou d'investissement), des politiques d'accompagnement (principalement de la capacité de la politique monétaire à baisser ses taux directeurs pendant les cures d'austérité), et de l'environnement macroéconomique et financier (notamment du taux de chômage, des politiques budgétaires menées par les partenaires commerciaux, de l'évolution du taux de change et de l'état du système financier). En temps de crise, les multiplicateurs budgétaires sont beaucoup plus élevés, au moins 1,5 pour le multiplicateur de dépenses de transfert, contre presque 0 à long terme en temps normal. La raison en est assez simple : en temps de crise, la paralysie du secteur bancaire et son incapacité à fournir le crédit nécessaire aux agents économiques pour faire face à la chute de leurs revenus ou à la dégradation de leurs bilans oblige ces derniers à respecter leur contrainte budgétaire, non plus intertemporelle, mais instantanée. L'impossibilité de généraliser des taux d'intérêt nominaux négatifs (la fameuse « Zero Lower Bound ») empêche les banques centrales de stimuler les économies par des baisses supplémentaires de taux d'intérêt, ce qui renforce l'effet multiplicateur pendant une cure d'austérité.

**Tableau. Impulsions budgétaires dans la zone euro**

En points de PIB

|         | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---------|------|------|------|------|------|
| DEU     | 1,3  | -1,1 | -1,2 | 0,2  | 0,1  |
| FRA     | -0,5 | -1,8 | -1,2 | -1,4 | -0,7 |
| ITA     | -0,7 | -0,4 | -3,0 | -1,5 | -0,6 |
| ESP     | -1,4 | -1,3 | -3,4 | -1,6 | -1,0 |
| NLD     | -1,1 | -0,5 | -1,4 | -1,5 | -1,0 |
| BEL     | -0,1 | 0,1  | -0,6 | -1,0 | -0,5 |
| IRL     | -4,2 | -1,5 | -2,0 | -1,7 | -1,7 |
| PRT     | -0,3 | -3,7 | -3,9 | -1,5 | -1,5 |
| GRC     | -7,6 | -5,5 | -3,9 | -3,3 | -1,7 |
| AUT     | 0,5  | -1,4 | -0,3 | -0,9 | -0,4 |
| FIN     | 1,3  | -0,7 | -0,3 | -1,4 | -0,3 |
| EA (11) | -0,3 | -1,2 | -1,8 | -0,9 | -0,4 |

Sources : Eurostat, Comptabilités nationales.

Si les multiplicateurs budgétaires sont plus élevés en temps de crise, la réduction raisonnée de la dette publique implique le report des politiques budgétaires restrictives. Il faut d'abord sortir de la situation qui provoque la hausse du multiplicateur, et dès que l'on est à nouveau dans une situation « normale », réduire la dette publique par une politique budgétaire restrictive. Ceci est d'autant plus important que la réduction d'activité induite par la politique budgétaire restrictive peut l'emporter sur l'effort budgétaire. Pour une valeur du multiplicateur supérieure à 2, le déficit budgétaire et la dette publique, au lieu de baisser, peuvent continuer de croître malgré l'austérité. Le cas de la Grèce est à ce titre édifiant : malgré des hausses *effectives* d'impôts et des baisses *effectives* de dépenses, et malgré une restructuration partielle de sa dette publique, l'Etat grec est confronté à un endettement public qui ne décroît pas, loin de là, au rythme des restrictions budgétaires imposées. La « faute » en revient à la chute abyssale du PIB.

Le débat sur la valeur des multiplicateurs est ancien et a été réactivé dès le début de la crise[4]. Il a connu à la fin de l'année 2012 et au début de l'année 2013 une grande publicité puisque le FMI (par la voix [d'O. Blanchard et D. Leigh](#)) a interpellé la Commission européenne en montrant que ces deux institutions avaient, depuis 2008, systématiquement sous-estimé l'impact des politiques d'austérité sur les pays de la zone euro. La Commission européenne a recommandé des remèdes

qui n'ont pas fonctionné et a appelé à les renforcer à chaque échec. C'est la raison pour laquelle les politiques budgétaires poursuivies en zone euro ont été une erreur d'appréciation considérable et sont la cause principale de la récession prolongée que nous traversons. L'ampleur de cette erreur peut être estimée à presque 3 points de PIB d'activité pour l'année 2013 (ou presque 3 points de chômage) : si l'austérité avait été reportée à des temps plus favorables, on aurait atteint le même ratio de dette par rapport au PIB à l'horizon imposé par les traités (en 2032), mais en bénéficiant d'un surcroît d'activité. Le coût de l'austérité depuis 2011 est ainsi de presque 500 milliards d'euros (le cumul de ce qui a été perdu en 2011, 2012 et 2013). Les presque 3 points de chômage supplémentaires en zone euro sont aujourd'hui ce qui nous expose au risque d'une déflation dont il sera très difficile de sortir.

Bien qu'elle suive ces débats sur la valeur du multiplicateur, la Commission européenne (et dans une certaine mesure le FMI) a développé une autre analyse pour justifier le choix de politique économique de la zone euro. Cette analyse conclut que les multiplicateurs budgétaires sont *pour la zone euro* et pour la zone euro seulement, *négatifs* en temps de crise. Suivant cette analyse, l'austérité aurait *réduit* le chômage. Pour aboutir à ce qui nous semble être un paradoxe, il faut accepter un contrefactuel particulier (ce qui se serait passé si l'on n'avait pas mené des politiques d'austérité). Par exemple, dans le cas de l'Espagne, sans efforts budgétaires précoces, les marchés financiers auraient menacé de ne plus prêter pour financer la dette publique espagnole. La hausse des taux d'intérêt exigés par les marchés financiers à l'Espagne aurait alors obligé son gouvernement à une restriction budgétaire brutale ; le secteur bancaire n'aurait pas résisté à l'effondrement de la valeur des actifs obligataires de l'Etat espagnol et le renchérissement du coût du crédit, dû à une fragmentation des marchés financiers en Europe, aurait provoqué en Espagne une crise sans commune

mesure avec celle qu'elle a connue. Dans ce schéma d'analyse, l'austérité préconisée n'est pas le fruit d'un aveuglement dogmatique mais l'aveu d'une absence de choix. Il n'y aurait pas d'autre solution, et dans tous les cas, le report de l'austérité n'était pas une option crédible.

Accepter ce contrefactuel de la Commission européenne revient à accepter l'idée selon laquelle les multiplicateurs budgétaires sont négatifs. Cela revient aussi à accepter l'idée d'une domination de la finance sur l'économie ou, du moins, que le jugement sur la soutenabilité de la dette publique doit être confié aux marchés financiers. Toujours selon ce contrefactuel, une austérité précoce et franche permettrait de regagner la confiance des marchés et, en conséquence, éviterait la dépression profonde. En comparaison d'une situation de report de l'austérité, la récession induite par la restriction budgétaire précoce et franche donnerait lieu à moins de chômage et à plus d'activité. Cette thèse du contrefactuel nous a été ainsi opposée dans un séminaire de discussion du rapport iAGS 2014 organisé par la Commission européenne (DGECFIN), le 23 janvier 2014. Des simulations présentées à cette occasion illustraient le propos et concluaient que la politique d'austérité menée avait été profitable pour la zone euro, justifiant *a posteriori* la politique suivie. L'effort accompli a permis de mettre un terme à la crise des dettes souveraines en zone euro, condition préalable pour espérer sortir un jour de la dépression amorcée en 2008.

Dans le rapport [iAGS 2014](#), rendu public en novembre 2013, nous répondions (par anticipation) à cette objection à partir d'une analyse très différente : l'austérité massive n'a pas permis de sortir de la récession, contrairement à ce qui avait été anticipé par la Commission européenne à l'issue de ses différents exercices de prévision. L'annonce des plans d'austérité en 2009, leur mise en place en 2010 ou leur renforcement en 2011 n'ont jamais convaincu les marchés

financiers et n'ont pas empêché l'Espagne ou l'Italie d'avoir à faire face à des taux souverains de plus en plus élevés. La Grèce, qui a effectué une restriction budgétaire sans précédent, a projeté son économie dans une dépression bien plus profonde que la Grande Dépression, sans rassurer qui que ce soit. Les acteurs des marchés financiers comme tous les autres observateurs avisés ont bien compris que le remède de cheval ne pouvait que tuer le malade *avant* de le guérir. La poursuite de déficits publics élevés est en grande partie due à un effondrement de l'activité. La panique des marchés financiers face à une dette incontrôlée accentue la spirale de l'effondrement en augmentant la charge d'intérêt.

La solution ne consiste pas à préconiser plus d'austérité, mais à briser le lien entre la dégradation de la situation budgétaire et la hausse des taux d'intérêt souverains. Il faut rassurer les épargnants sur le fait que le défaut de paiement n'aura pas lieu et que l'Etat est crédible quant au remboursement de sa dette. S'il faut pour cela reporter le remboursement de la dette à plus tard, et si l'Etat est crédible dans ce report, alors, le report est la meilleure solution.

Pour assurer cette crédibilité, l'intervention de la Banque centrale européenne durant l'été 2012, la mise en marche du projet d'union bancaire, l'annonce du dispositif d'intervention illimitée de la BCE sous l'appellation d'OMT ([Creel et Timbeau \(2012\)](#)), conditionnelle à un programme de stabilisation budgétaire, ont été cruciales. Ces éléments ont convaincu les marchés, presque immédiatement, malgré leur flou institutionnel (notamment sur l'union bancaire et la situation des banques espagnoles, ou sur le jugement de la Cour constitutionnelle allemande à propos du montage européen), et bien que l'OMT ne soit qu'une option n'ayant jamais été mise en œuvre (en particulier, on ne sait pas ce que serait un programme de stabilisation des finances publiques conditionnant l'intervention de la BCE). En outre, au cours de

l'année 2013, la Commission européenne a négocié avec certains Etats membres ([Cochard et Schweisguth \(2013\)](#)) des reports de l'ajustement budgétaire. Ce premier pas timide vers les solutions proposées dans les deux rapports iAGS a rencontré l'assentiment des marchés financiers sous la forme d'une détente des écarts de taux souverains en zone euro.

Contrairement à notre analyse, le contrefactuel envisagé par la Commission européenne, qui nie la possibilité d'une alternative, s'inscrit dans un cadre institutionnel [\[5\]](#) inchangé. Pourquoi prétendre que la stratégie macroéconomique doit être strictement conditionnée aux contraintes institutionnelles ? S'il faut faire des compromis institutionnels pour permettre une meilleure orientation des politiques économiques et parvenir *in fine* à une meilleure solution en termes d'emploi et de croissance, alors il faut suivre cette stratégie. Parce qu'elle n'interroge pas les règles du jeu en termes politiques, la Commission ne peut que se soumettre aux impératifs de rigueur. Cette forme d'entêtement apolitique aura été une erreur et, sans le moment « politique » de la BCE, la Commission nous conduisait dans une impasse. La mutualisation implicite des dettes publiques, concrétisée par l'engagement de la BCE à prendre toutes les mesures nécessaires pour soutenir l'euro (le « *Draghi put* »), ont modifié le lien entre dette publique et taux d'intérêt souverains pour chaque pays de la zone euro. Il est toujours possible d'affirmer que la BCE n'aurait jamais pris cet engagement si les pays n'avaient pas engagé la consolidation à marche forcée. Mais un tel argument n'empêche pas de discuter du prix à payer pour que le compromis institutionnel soit mis en place. Les multiplicateurs budgétaires sont bien positifs (et largement) et la bonne politique était bien le report de l'austérité. Il y avait une alternative et la politique poursuivie a été une erreur. C'est peut-être l'ampleur de cette erreur qui la rend difficile à reconnaître.



---

[1] Nous tenons à remercier Marco Buti pour son invitation à présenter le rapport iAGS 2014, ainsi que pour ses suggestions, et Emmanuelle Maincent, Alessandro Turrini et Jan in't Veld pour leurs commentaires.

[2] L'impulsion budgétaire mesure l'orientation restrictive ou expansionniste de la politique budgétaire. Elle est calculée comme la variation du solde structurel primaire.

[3] Ainsi, pour un multiplicateur de 1,5, une restriction budgétaire de 1 milliard d'euros réduit l'activité de 1,5 milliard d'euros.

[4] Voir [Heyer \(2012\)](#) pour une revue récente de la littérature.

[5] Le cadre institutionnel est ici entendu au sens-large. Il ne s'agit pas seulement des institutions en charge des décisions de politique économique mais également des règles adoptées par ces institutions. L'OMT est un exemple de changement de règle adopté par une institution. Le renforcement des règles budgétaires est un autre facteur de changement de cadre institutionnel.

---

# **Lettonie : adieu lats, bonjour euro**

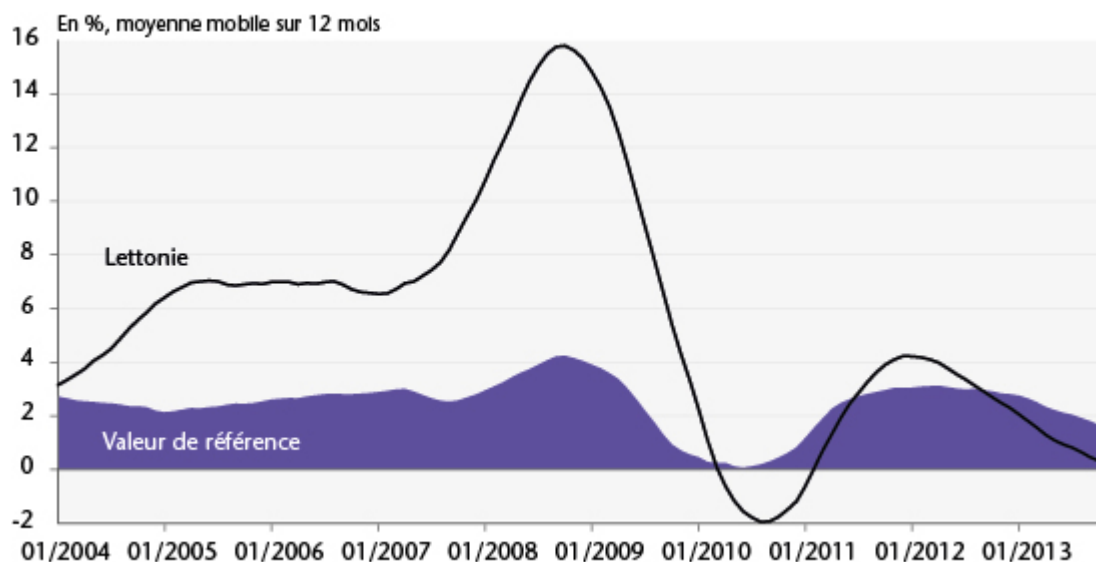
par [Céline Antonin](#)

Le 1<sup>er</sup> janvier 2014, deux ans après son voisin estonien, la Lettonie deviendra le 18<sup>e</sup> pays membre de la zone euro. Du point

de vue européen, l'entrée de la Lettonie, qui ne pèse que 0,2 % du PIB de la zone euro, dans le « club de l'euro » peut sembler anecdotique. Cette intégration est avant tout un symbole politique ; elle vient couronner les efforts budgétaires et monétaires consentis par le pays, durement touché par la crise de 2008-2009 qui a amputé son PIB de près d'un cinquième.

Dans l'urgence, fin 2008, le pays avait demandé une aide internationale au FMI et à l'Union européenne, laquelle lui avait été accordée en échange d'un plan d'austérité drastique. Cette aide internationale, de l'ordre de 7,5 milliards d'euros, avoisinait alors 1/3 de son PIB. De ce fait, la dette publique a fortement progressé entre 2007 et 2012, passant de 9 % à 40 % du PIB. Le pays a dû se résoudre à mettre en œuvre une purge budgétaire afin de renforcer sa compétitivité et de réduire son déficit public, en baissant drastiquement les dépenses publiques, les salaires et les pensions de retraite. Cette stratégie de dévaluation interne a conduit à une forte désinflation, ce qui a permis à la Lettonie de remplir l'objectif de stabilité des prix du MCE II (graphique). Conformément à l'avis du FMI, elle a tenu bon sur son objectif d'adhérer rapidement à la zone euro en refusant catégoriquement d'utiliser l'arme de la dévaluation externe pour sortir de la crise. Ainsi, elle a poursuivi sa politique de change fixe par rapport à l'euro, ininterrompue depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2005.

Graphique : Stabilité des prix en Lettonie au regard du critère d'inflation



Sources : Eurostat, calculs de l'auteur.

En 2011, la croissance est revenue, essentiellement tirée par la demande externe des pays nordiques et de la Russie. Quant au déficit public, il est passé de 9,8 % du PIB en 2009 à 1,3 % en 2012. Les taux d'emprunt sur le marché obligataire ont baissé, ce qui a permis au pays de n'emprunter que 4,4 milliards d'euros (sur les 7,5 milliards d'euros prévus) et de rembourser sa dette au FMI avec trois années d'avance). La dette publique s'est donc stabilisée autour de 40 %. En outre, la Lettonie a respecté la cible d'inflation sur la période de référence pour décider de son adhésion ou non à la zone euro. Ce sont ces éléments qui ont conduit l'Union européenne à donner son feu vert en juin 2013.

L'arrivée de la Lettonie est-elle purement anecdotique ? Pas tout à fait. Tout d'abord, la Lettonie n'a pas encore effacé les stigmates de la crise ; en 2012, le PIB était inférieur, en termes réels, à son niveau de 2007. En outre, si le taux de chômage a été quasiment divisé par deux depuis 2009, il représente encore 11,9 % de la population active et surtout, sa baisse est en partie liée à une forte émigration. Mais surtout, comme l'a souligné la BCE dans son rapport sur la convergence, près d'un tiers des dépôts bancaires (pour un montant de 7 milliards d'euros) sont détenus par des non-résidents, notamment originaires de Russie. A l'instar de

l'exemple chypriote, cela fait peser un fort risque sur la stabilité bancaire en cas de crise, avec de potentielles fuites de capitaux. A l'heure où le projet d'Union bancaire achoppe sur l'hétérogénéité des systèmes bancaires en zone euro, cela nous montre, une fois encore, que la logique d'intégration économique est décidément bien difficile à concilier avec les choix politiques d'élargissement. Que ce soit à l'échelle de la zone euro ou à l'échelle de l'Union européenne, il est temps pour l'Europe de faire un choix clair entre ces deux logiques antagonistes.

---

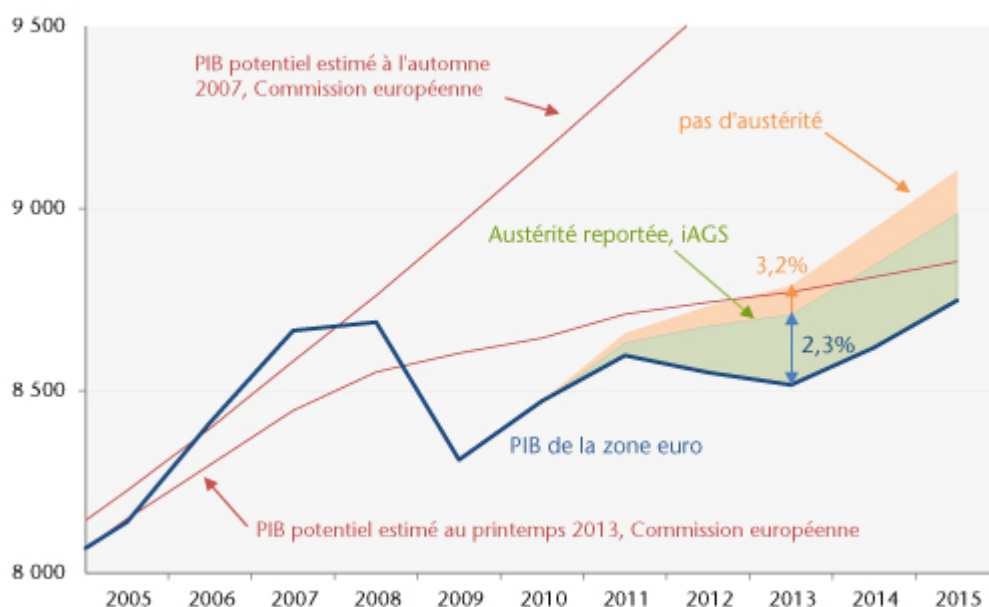
# De l'austérité à la stagnation

Par [Xavier Timbeau](#)

Depuis 2010, la Commission européenne publie chaque année une « [revue annuelle de la croissance](#) », *Annual Growth Survey* en anglais, pour alimenter le semestre européen pendant lequel les gouvernements et les parlements des Etats membres, la Commission, la société civile doivent discuter et élaborer les stratégies économiques des différents pays européens. Il nous a paru important de participer à ce débat en publiant au même moment que la Commission une revue *indépendante* annuelle de croissance (*indepedent Annual Growth Survey* ou [iAGS](#)) en collaboration avec l'IMK, institut allemand et l'ECLM, institut danois. Ainsi, dans [l'iAGS 2014](#), nous évaluons le coût de l'austérité menée depuis 2011. Menée alors que les multiplicateurs budgétaires étaient très élevés, d'une ampleur sans précédent depuis la Seconde Guerre mondiale, cette

politique d'austérité a été suivie simultanément par la plupart des pays de la zone euro. Il en a résulté un PIB amputé de 3,2% en zone euro pour 2013. Une stratégie alternative, aboutissant aux mêmes ratios de dette sur PIB dans 20 ans (soit 60% dans la plupart des pays) aurait été possible en ne cherchant pas à réduire les déficits publics à court terme, lorsque les multiplicateurs sont élevés. La baisse du chômage, le rétablissement des bilans des agents ou encore la sortie de la trappe à liquidité sont les conditions pour que les multiplicateurs budgétaires soient à nouveau bas. Un ajustement réduit mais continu, stratégie tout aussi rigoureuse sur le plan budgétaire mais plus adaptée à la situation économique, aurait permis de bénéficier de 2,3% points de PIB en plus en 2013, soit bien plus que dans la situation d'austérité brutale dans laquelle nous sommes. Ainsi, il n'y aurait pas eu de récession en 2012 ou en 2013 pour la zone euro dans son ensemble (voir le graphique ci-dessous : PIB en millions d'euros).

#### Impact de l'austérité sur l'activité, 2011-2015



Source : iAGS 2014, Eurostat et Commission européenne.

Il est souvent avancé que la situation des finances publiques des pays de la zone euro ne laissait pas de choix. En particulier, la pression des marchés a été telle que certains pays ont craint, comme la Grèce par exemple, de perdre l'accès aux financements

privés de leur dette publique. Les montants en jeu et une situation de déficit primaire sont avancés pour justifier cette stratégie brutale afin de convaincre à la fois les marchés et les partenaires européens. Pourtant, la crise des dettes souveraines, et donc la pression des marchés, s'est achevée dès lors que la Banque centrale européenne a annoncé qu'aucun pays ne quitterait l'euro, puis a mis en place un instrument, l'OMT (*Outright Monetary Transaction*) qui permet, sous condition, de racheter des titres de dette publique des pays de la zone euro et donc d'intervenir pour contrer la défiance des marchés ([voir une analyse ici](#)). Dès lors, ce qui compte, c'est la soutenabilité de la dette publique à moyen terme et non plus la démonstration dans l'urgence que l'on peut faire accepter n'importe quelle politique aux populations. Or cette soutenabilité nécessite une politique d'ajustement continu (parce que les déficits sont élevés) et modéré (parce que les politiques budgétaires ont un impact majeur sur l'activité). En choisissant la voie dure de l'austérité, nous avons payé le prix fort de l'incohérence institutionnelle de la zone euro que la crise a révélée. Dans [l'iAGS 2014](#), nous pointons d'autres coûts que la perte d'activité due à cette austérité. D'une part, les inégalités augmentent et la pauvreté ancrée, c'est-à-dire mesurée à partir des revenus médians de 2008, s'accroît de façon considérable dans les pays les plus touchés par la récession. Le niveau élevé du chômage entraîne certains pays (l'Espagne, le Portugal et la Grèce) dans la déflation salariale. Cette déflation salariale se traduira par des gains de compétitivité-coût mais, en retour, conduira leurs partenaires à s'engager aussi sur la voie de la déflation salariale ou de la dévaluation fiscale. Au total, l'ajustement des taux de change effectifs ne se produira pas, ou à un rythme si lent que ce sont les effets de la déflation qui domineront, d'autant que l'appréciation de l'euro ruinera les espoirs d'une compétitivité accrue par rapport au reste du monde. L'effet principal de la déflation salariale sera un alourdissement réel (ou rapporté au revenu) de la dette privée

et publique. Cela remettra au centre de l'actualité les défauts massifs, publics comme privés, ainsi que les risques d'éclatement de la zone euro. Pour autant, on peut sortir du piège de la déflation. Des pistes sont développées et chiffrées dans [l'iAGS 2014](#). En réduisant les écarts de taux souverains, on peut donner une marge de manœuvre importante aux pays en crise. La continuation de l'action de la BCE, mais aussi un engagement crédible des Etats membres pour stabiliser leurs finances publiques en sont les leviers. L'investissement public a été réduit de plus de 2 points de PIB potentiel depuis 2007. Ré-investir dans le futur est une nécessité, d'autant que les infrastructures non entretenues coûteront très cher à reconstruire si on les laisse s'effondrer. Mais c'est aussi un moyen de stimuler l'activité sans compromettre la discipline budgétaire, puisque celle-ci doit être appréciée non pas par l'évolution de la dette brute mais par celle de la dette nette. Enfin, le salaire minimum doit être utilisé comme instrument de coordination. Nos simulations montrent qu'il y a là un moyen de freiner les processus déflationnistes et de résorber les déséquilibres courants si les pays en excédent s'engagent à ce que leur salaire minimum augmente plus vite en termes réel que leur productivité et qu'au contraire dans les pays en déficit, le salaire minimum augmente moins vite que la productivité. Une telle règle, qui respecterait à la fois les pratiques nationales en matière de négociation salariale, ainsi que les niveaux de productivité ou les spécificités des marchés du travail, permettrait de réduire graduellement les déséquilibres macroéconomiques de la zone euro.

---

**Angela : sois malheureuse**

# dans une alliance heureuse !

par François-Xavier Fauconau, Ségolène Guinard, Ivon Lalova, François Petitjean et Emmanuelle Rica (étudiants à HEC) [\[1\]](#)

Pas d'euro-bonds « tant que je serai en vie », avait déclaré la Chancelière allemande en juin dernier. Sa réélection, le 22 septembre, renforce l'opposition allemande à l'émission par la BCE d'euro-obligations, titres qui permettraient de mutualiser la dette des différents Etats de la zone euro, de la Grèce à l'Allemagne. Ces coups de sang médiatiques masquent pourtant des initiatives qui ressemblent à s'y méprendre à des tentatives de mutualisation de dettes européennes. En 2012, une expérimentation sur les project bonds a été lancée par la Commission européenne sur la base de 230 millions d'euros. Or ceux-ci peuvent constituer un outil efficace de la politique de cohésion de la zone et un pas vers une intégration croissante.

Certains font des project bonds des « bébés euro-bonds » [\[2\]](#). En fait de rejetons de la mutualisation de la dette, il s'agirait plutôt d'emprunts souscrits en commun par les États membres de la zone euro auprès d'investisseurs privés. Ces ressources financières seront investies dans des projets visant à l'amélioration des infrastructures, des transports, de l'approvisionnement énergétique et des technologies de l'information et de la communication. La responsabilité du bon remboursement de ces project-bonds demeure aux mains de la Commission. Bien que la souscription collective rende ces bonds semblables aux euro-bonds, la finalité des dépenses est pré-définie dans le cas des Project bonds alors qu'elle serait destinée à financer les dépenses publiques au sens large pour les euro-bonds.

Par ailleurs une mutualisation de fonds provenant des membres de la zone européenne a déjà été utilisée au plus fort de la crise. En effet, le Mécanisme de stabilité européen (MES), décidé à la suite de la crise grecque en décembre 2010 et entré en vigueur en octobre 2012, a créé une institution



capable de lever des fonds sur les marchés financiers. Sa dotation devrait atteindre 700 milliards d'euros d'ici 2018, chaque pays membre contribuant au prorata de son PIB. Cet outil, accouché dans la douleur après deux ans de tractations, n'échappe pas aux critiques adressées aux euro-bonds : une crise prolongée pourrait conduire les marchés à attaquer la solidarité européenne en essayant de « faire sauter la banque », largement financée par l'Allemagne et la France.

Pourtant émettre des obligations au niveau européen permettrait de rendre la dette des pays en crise plus liquide et d'engager une vraie réflexion sur l'équilibre des budgets nationaux et le rôle de la Banque centrale européenne.

Les opposants, dont Jens Weidmann, Président de la Bundesbank s'est fait le porte-parole, redoutent la perte de souveraineté. Certes, mutualiser la dette des Etats membres conduirait à une responsabilité budgétaire partagée entre les Etats, et donc à un droit de regard de l'ensemble de l'Union lors de l'établissement du budget national. Mais, la souveraineté nationale n'a-t-elle pas déjà été entamée – comme en témoigne la situation du Portugal et de la Grèce soumis à des restructurations pour obtenir un financement ?

Derrière cet argument se cache, en fait, la considération de l'intérêt particulier des Etats.

Pourquoi augmenter le prix de son financement en aidant des pays périphériques ? Pourquoi impliquer d'autres Etats dans les décisions d'un Etat souverain ? Par civisme et conviction européenne ! Car comme nous enseigne Thucydide dans son récit de La Guerre du Péloponnèse... au Ve siècle avant J.C. : « une [union] sert mieux les intérêts de ses membres en étant d'aplomb dans son ensemble, que prospère en chacun de ses membres individuellement, mais chancelant collectivement. Un [pays] peut voir sa situation prendre un cours favorable : si son [alliance] va à la ruine, il n'en est pas moins entraîné dans sa perte ; tandis que malheureux dans une [alliance]

heureuse, il se tire beaucoup mieux d'affaires ».

---

[1] Ce texte a été rédigé sous la direction [d'Anne-Laure Delatte](#) dans le cadre du cours « Macroéconomie mondiale » de la majeure Alter Management d' HEC.

[2] Expression empruntée à « Eurobonds, project bonds, ... qu'est-ce que c'est ? », 23 Mai 2012, *Lemonde.fr*

---

# Le clair-obscur du “forward guidance” de la BCE\*

par [Paul Hubert](#) et Fabien Labondance

« *The Governing Council expects the key interest rates to remain at present or lower levels for an extended period of time*[1] ». Par ces mots prononcés le 4 juillet 2013 lors de la conférence de presse suivant la réunion mensuelle du Conseil des Gouverneurs, Mario Draghi amorce l'adoption par la Banque centrale européenne (BCE) d'une nouvelle stratégie de communication dite de *forward guidance*. Ces mots ont été depuis ce jour toujours inclus dans son allocution qui suit l'annonce de politique monétaire de la BCE, et il les a à nouveau répétés [aujourd'hui](#)[2]. Que faut-il en attendre ? Le

*forward guidance* a été récemment adopté par plusieurs banques centrales, mais les modalités choisies par le BCE diffèrent et laissent entrevoir une efficacité limitée de cette mesure dans la zone euro.

La communication est devenue un élément à part entière de la conduite de la politique monétaire depuis que les taux directeurs sont maintenus à leur niveau plancher. Plus précisément, le *forward guidance* consiste à annoncer et à s'engager sur la trajectoire future du taux directeur. Par cet intermédiaire, les banques centrales souhaitent accroître la transparence de leur action et ancrer les anticipations. L'objectif est à la fois de préciser leur stratégie ainsi que leurs prévisions quant à l'évolution de la conjoncture. Dans le cas présent, les banques centrales souhaitent affirmer leur volonté de ne pas relever les taux d'intérêt dans un futur proche. Elles espèrent ainsi influencer les anticipations privées de taux courts, et donc les taux longs, afin de renforcer la transmission de la politique monétaire, et ainsi soutenir l'économie.

### **De la théorie...**

Les promoteurs de la stratégie de *forward guidance*, au premier rang desquels figurent Eggertsson et Woodford (2003), suggèrent que l'efficacité de la politique monétaire peut être accrue avec une politique de taux d'intérêt stable et connue à l'avance. Cette proposition est justifiée par le fait que la demande de crédit dépend fortement des anticipations de taux d'intérêt à long terme, lesquelles dépendent des anticipations de taux à court terme. Ainsi, en annonçant à l'avance les niveaux futurs des taux d'intérêt, la banque centrale précise ses intentions et dissipe l'incertitude reposant sur ses futures décisions. Cette stratégie est d'autant plus pertinente en situation de trappe à liquidité lorsque les taux nominaux sont proches de zéro, comme c'est le cas actuellement. L'outil traditionnel des banques centrales est alors contraint, les taux d'intérêt nominaux ne pouvant être

négatifs. Les banques centrales ne peuvent donc plus influencer le prix des prêts accordés mais sont en revanche en mesure de jouer sur les volumes *via* les mesures non conventionnelles [31]. Le canal des anticipations et l'envoi de signaux aux agents privés deviennent dès lors primordiaux et complètent l'assouplissement quantitatif.

Il est important de préciser que l'effet du *forward guidance* sur les taux longs et donc sur l'économie passe par la structure par terme des taux d'intérêt. Plusieurs théories tentent d'expliquer comment les taux varient en fonction de leur maturité. La structure par terme des taux d'intérêt peut être abordée sous l'angle de la théorie des anticipations qui suppose que les taux longs sont une combinaison des taux courts futurs anticipés et donc que les différentes maturités sont des substituts parfaits. De son côté, la théorie de la prime de liquidité suppose que les taux d'intérêt à long terme incluent une prime liée à l'existence d'un ou plusieurs risques à long terme. Enfin, une autre théorie repose sur l'hypothèse de segmentation du marché et stipule que les instruments financiers de différentes maturités ne sont que peu substituables et que leurs prix évoluent indépendamment. Si les investisseurs souhaitent détenir des actifs liquides, ils préféreront les instruments à court terme à ceux à long terme et leurs prix varieront dans des directions opposées. Dans le cas des deux premières théories uniquement, le *forward guidance* peut avoir l'effet désiré sur les taux longs.

### **...à la pratique**

Avant la crise financière de 2008, certaines banques centrales avaient déjà mis en œuvre une telle stratégie. C'est le cas en Nouvelle-Zélande depuis 1997, en Norvège depuis 2005 et en Suède depuis 2007. Les Etats-Unis ont également mis en place cette stratégie de communication à plusieurs reprises alors que les taux étaient très bas. Le *Federal Open Market Committee* (FOMC) avait introduit de manière implicite le *forward guidance* dans sa communication en août 2003. Alors que

son taux cible était à son plus bas historique, le FOMC mentionna que « *that policy accommodation can be maintained for a considerable period*[\[4\]](#) ». Ce vocabulaire propre au *forward guidance* demeura dans les communiqués du FOMC jusqu'à fin 2005. Il y réapparut en décembre 2008 et de manière plus précise en août 2011, lorsque Ben Bernanke, président de la Réserve Fédérale (ou « Fed ») des États-Unis, annonça que les conditions économiques justifiaient le maintien des taux des fonds fédéraux à un bas niveau au moins jusqu'à mi-2013. Depuis, l'annonce du 13 septembre 2012 précisant que la Fed ne relèvera pas ses taux avant mi-2015, prolonge précisément cette stratégie.

Pour comprendre quel pourrait être l'effet du *forward guidance* de la BCE, il est important de distinguer deux types de *forward guidance* : celui pour lequel l'action de la banque centrale est conditionnée à une période temporelle, et celui dépendant de variables économiques incluant des seuils déclenchant une action de sa part. Dans le cas de la Fed, les premières annonces mentionnées précédemment font référence à une période de temps. Mais depuis décembre 2012, la Fed conditionne dorénavant son engagement sur l'évolution future des taux à des seuils conjoncturels déclencheurs. Elle a ainsi annoncé que « les niveaux exceptionnellement bas des taux des [Fed Funds](#) le resteront aussi longtemps que le taux de chômage demeurera au-dessus de 6,5%, que l'inflation prévue à 1-2 ans ne dépassera pas de plus d'un demi-point l'objectif à long terme (2%) et que les anticipations d'inflation à plus long terme resteront bien ancrées. » L'arrivée de nouveaux membres au FOMC à partir de janvier 2014 pourrait cependant modifier le *timing* du prochain resserrement monétaire. De même, Mark Carney, nouveau gouverneur de la Banque d'Angleterre (BoE), a mis en place en août 2013 une stratégie de *forward guidance* signalant son intention de ne pas remonter les taux tant que le taux de chômage n'est pas repassé sous la barre des 7%. Cet engagement est néanmoins conditionnel à une inflation contenue, des anticipations d'inflation ancrées et à un effet

neutre de cet engagement sur la stabilité financière.

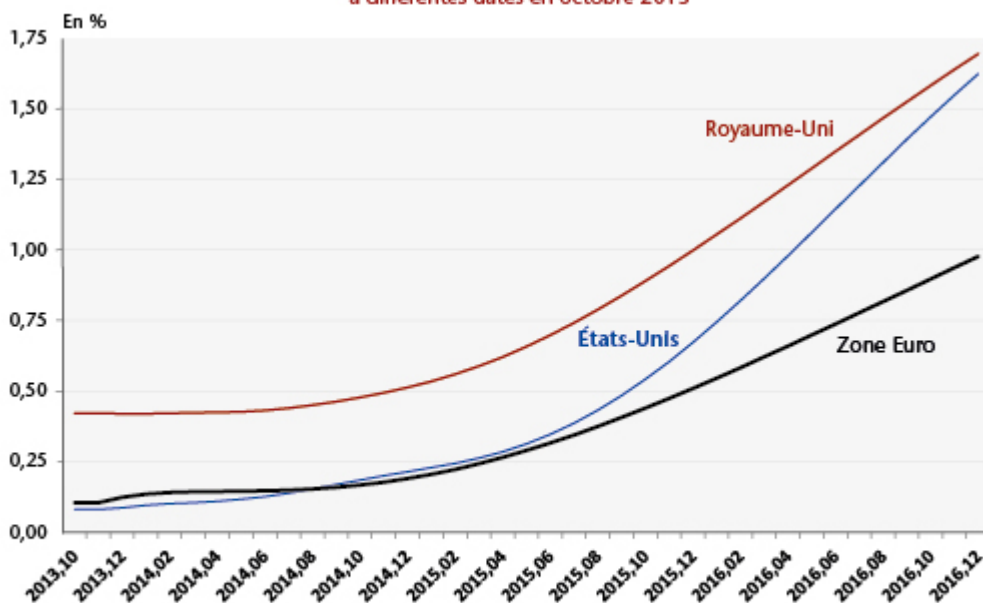
Le *forward guidance* conditionnel à une durée de temps, adopté par la BCE (et comme nous le décrirons plus tard) présente un inconvénient majeur : les conditions économiques évoluant au cours de la période de temps en question, elles rendent l'engagement caduc. La crédibilité de l'annonce est donc très faible. Le *forward guidance* conditionnel à des seuils sur des variables économiques ne présente pas cet inconvénient. Un critère pour la crédibilité de ces engagements conditionnels à des seuils est néanmoins que les variables sous-jacentes choisies soient observables (PIB plutôt qu'*output gap*) et ne souffre pas d'erreurs de mesure (inflation plutôt qu'anticipations d'inflation) afin que les agents privés puissent évaluer si la banque centrale agit comme elle s'était engagée à le faire. Alors et seulement alors, les agents pourront avoir confiance dans ces annonces et la banque centrale sera en mesure d'influencer les anticipations de taux longs. Les avantages et inconvénients relatifs des deux types de *forward guidance* expliquent que la Fed soit passée de l'un à l'autre et que la BoE ait aussi pris un engagement lié à des seuils.

La mise en place d'un *forward guidance* conditionnel à un seuil pour une variable macroéconomique peut néanmoins concourir à brouiller les pistes concernant la hiérarchie des objectifs de la banque centrale. Si plusieurs variables sont ciblées simultanément et que leurs évolutions divergent, quelles seront ses futures décisions ? La Fed ne hiérarchise pas ses objectifs. Qu'elle souhaite, en sortie de crise, s'assurer de la vigueur du PIB ou de la diminution du chômage plutôt que de l'inflation est dès lors tout à fait envisageable. De son côté, la BoE suit une stratégie de ciblage d'inflation. Elle a ainsi défini des conditions (« *knockouts* ») sur l'inflation, les anticipations d'inflation et la stabilité financière, qui dès lors qu'elles ne seraient pas respectées, entraîneraient la fin du *forward guidance* et donc de l'engagement à maintenir

les taux inchangés. La hiérarchie des objectifs serait donc bien respectée, et la crédibilité de la BoE maintenue.

Quelle peut être l'efficacité du *forward guidance*? Kool et Thornton(2012) expriment de sérieux doutes quant aux résultats obtenus par l'intermédiaire du *forward guidance*. Ils évaluent la prédictibilité des taux courts et longs dans les pays où cette stratégie a été adoptée et montrent que le *forward guidance* n'améliore la capacité des agents privés à prévoir les taux courts futurs que pour des horizons de prévisions inférieurs à un an, sans amélioration de la prédictibilité des taux à plus long terme. Le graphique ci-dessous montre ainsi les anticipations de taux à 3 mois par les marchés financiers en octobre 2013 pour les prochains mois. L'évolution minimale des taux directeurs étant de 0,25%, ce graphique nous indique qu'aucune modification des taux n'est pour l'heure anticipée, hormis peut être aux Etats-Unis à l'horizon d'un an.

Graphique. Taux à 3 mois courant et anticipations de taux à 3 mois à différentes dates en octobre 2013



Note : Les taux courts anticipés que nous considérons sont issus des forward rate agreement (FRA), soient des contrats futurs sur les taux de marchés anticipés à une date donnée pour différents horizons (1 mois, 2 mois ...).

Source : Datastream.

## La timide adoption par la BCE

En ce qui concerne la BCE, qui de son côté hiérarchise ses objectifs en donnant la priorité à l'inflation, la mise en place du *forward guidance* constitue un engagement conditionnel

à une période de temps (« ... *for an extended period of time* ») en l'absence de référence à des seuils. De ce point de vue, elle est à contre-courant de la Fed et de la BoE qui ont pris des engagements conditionnels à des seuils chiffrés. Pour mémoire, avant le 4 juillet, la BCE donnait des indices quant à sa prochaine décision du mois suivant sous la forme d'expressions aisément reconnaissables par les observateurs. Ainsi, l'insertion du mot « vigilance » dans le discours du président de la BCE lors de sa conférence de presse annonçait un probable durcissement de la politique monétaire[5]. En intégrant le *forward guidance* à sa panoplie d'instruments, la BCE se veut moins énigmatique. En particulier, il semblerait qu'elle ait voulu répondre à des inquiétudes portant sur une éventuelle remontée des taux.

Cependant, Benoit Coeuré, membre du directoire de la BCE, a affirmé que cette stratégie ne remettait pas en cause la règle, répétée maintes fois en conférence de presse, qui veut que la BCE ne s'engage jamais sur les politiques futures (« *no pre-commitment rule* ») et que le *forward guidance* soit réévalué à chaque réunion du Conseil des Gouverneurs. Jens Weidmann, membre du conseil de politique monétaire de la BCE en tant que président de la Bundesbank, a confirmé que le *forward guidance* « *is not an absolute advanced commitment of the interest rate path*[6] » tandis que Vitor Constancio, vice-président de la BCE, a ajouté une dose supplémentaire de confusion en affirmant que le *forward guidance* de la BCE « *is in line with our policy framework as it does not refer to any date or period of time but is instead totally conditional on developments in inflation prospects, in the economy and in money and credit aggregates – the pillars of our monetary strategy*[7]. »

L'efficacité à attendre d'une politique mal définie, qui ne semble pas faire consensus au sein du Conseil des Gouverneurs de la BCE, et dont la clé du succès – la crédibilité de l'engagement – est ouvertement remise en cause, paraît donc



très faible.

## Références bibliographiques

Eggertsson, G., et Woodford, M. (2003). Optimal monetary policy in a liquidity trap. *NBER Working Paper* (9968).

Kool, C., et Thornton, D. (2012). How Effective is Central Forward Guidance? *Federal Reserve Bank of Saint Louis Working Paper Series* .

Rosa, C., et Verga, G. (2007). On the Consistency and Effectiveness of Central Bank Communication: Evidence from the ECB. *European Journal of Political Economy*, 23, 146-175.

—

\* Ce texte s'appuie sur l'étude "Politique monétaire: est ce le début de la fin?" à paraître prochainement dans [les perspectives 2013-2014 de l'OFCE pour l'économie mondiale.](#)

---

[1] « Le Conseil des Gouverneur anticipe que les taux directeurs demeurent à leur niveau actuel ou à des niveaux plus bas pour une période de temps prolongée ».

[2] La baisse aujourd'hui de 25 points de base du taux directeur est en accord avec la stratégie de *forward guidance* de la BCE.

[3] Les mesures non conventionnelles renvoient aux pratiques de politique monétaire qui ne relèvent pas de la politique traditionnelle (*i.e.* des modifications du taux directeur). Il s'agit de mesures entraînant une modification du contenu ou de la taille du bilan des banques centrales via des achats de titres publics ou privés. On parle alors d'assouplissement quantitatif (« *Quantitative easing* »).

[\[4\]](#) « *Notre politique accommodante pourra être maintenue sur une longue période.* »

[\[5\]](#) Rosa et Verga (2007) proposent une description de ces expressions.

[\[6\]](#) « *Le forward guidance ne constitue pas un pré-engagement absolu quant à la trajectoire du taux d'intérêt.* »

[\[7\]](#) « *Notre communication de type forward guidance est en accord avec notre cadre opérationnel de politique monétaire puisqu'il n'est fait référence à aucune date ou période de temps précise et qu'elle est entièrement conditionnée aux évolutions des perspectives d'inflation, dans l'économie et dans les agrégats monétaires et de crédits, qui demeurent les piliers de notre stratégie monétaire* ».