

# Quelle politique monétaire pour la BCE en 2013 ?

par Paul Hubert

La Banque centrale européenne (BCE), après sa réunion mensuelle du Conseil des gouverneurs du 7 février 2013, a décidé de maintenir son principal taux directeur à 0,75%. L'analyse de la situation économique faite par Mario Draghi lors de la conférence de presse qui a suivi révèle des développements contrastés qui justifient ce statu quo. Dans une récente étude, nous montrons que les projections d'inflation de la BCE permettent d'apporter un autre éclairage sur les évolutions futures du taux directeur.

Le statu quo actuel s'explique par plusieurs facteurs qui se compensent mutuellement. Les banques ont commencé à rembourser une partie des liquidités obtenues à travers le mécanisme du LTRO (140 milliards d'euros sur 489), ce qui reflète une amélioration de leur situation financière, mais dans le même temps les prêts accordés aux entreprises non financières continuent de se contracter (-1,3% en décembre 2012) tandis que les prêts aux ménages restent à des niveaux très faibles.

D'un point de vue macroéconomique, la situation au sein de la zone euro ne donne pas de signaux clairs sur la politique monétaire à venir : après une contraction de 0,2% au deuxième trimestre 2012, le PIB réel de la zone euro a encore baissé de 0,1% au troisième trimestre, tandis que l'inflation, mesurée en rythme annuel, est passée de 2,6% en août 2012 à 2% en janvier 2013 et devrait repasser sous la barre des 2% dans les mois à venir sur la base des chiffres de croissance du PIB et des prix du pétrole actuels et anticipés.

De plus, les anticipations d'inflation des agents privés, mesurées par le *Survey of Professional Forecasters*, restent

solidement ancrées autour de la cible d'inflation de la BCE. Au quatrième trimestre 2012, elles étaient de 1,9% pour les années 2013 et 2014. Avec un objectif d'inflation « inférieur à, mais proche de 2% » atteint en l'état actuel, une zone euro en récession et un chômage à des niveaux records, la BCE pourrait porter soutien à l'activité réelle. Cependant, la BCE anticipe que l'activité économique devrait reprendre graduellement au second semestre 2013, en partie grâce au caractère accommodant de la politique monétaire actuelle.

De cette anticipation, et compte tenu du niveau historiquement bas auxquels sont les taux directeurs aujourd'hui et des délais de transmission de la politique monétaire à l'économie réelle[1], la probabilité d'une future baisse des taux paraît bien faible. Un dernier élément vient finir de brouiller les pistes: la hausse récente de l'euro – même si on est encore bien loin des niveaux records – pourrait tuer dans l'œuf la faible reprise économique qui s'annonce et justifierait, selon certains, un soutien aux secteurs exportateurs[2].

Dans un récent [document de travail de l'OFCE](#) (n°2013-04), nous discutons de l'utilisation que peut faire la BCE de ses prévisions d'inflation pour améliorer la mise en œuvre de sa politique monétaire. Nous proposons un nouvel élément d'éclairage sur les évolutions futures du taux directeur basé sur les projections macroéconomiques que publie la BCE trimestriellement. Dans cette étude consacrée aux effets de la publication des projections d'inflation de la BCE sur les anticipations d'inflation des agents privés, nous montrons qu'une baisse des projections d'inflation de la BCE de 1 point de pourcentage est associée à une baisse du taux directeur de la BCE de 1,2 point de pourcentage dans les deux trimestres suivants. Nous concluons que les projections d'inflation de la BCE sont un outil qui permet de mieux comprendre les décisions de politique monétaire courantes ainsi que de mieux anticiper les décisions futures.

Les dernières projections d'inflation pour les années 2013 et

2014, publiées en décembre 2012, s'établissent respectivement à 1,6% et 1,4%. La publication, le 7 mars prochain, des nouvelles projections pourrait donner une indication complémentaire sur l'orientation de la politique monétaire à attendre en 2013.

---

[1] En moyenne, une variation des taux directeurs est estimée produire ses effets sur l'inflation après 12 mois et sur le PIB après 18 mois.

[2] Rappelons tout de même qu'environ 64% du commerce de la zone euro se fait avec des partenaires de la zone euro et est donc indépendant des variations de change.

---

# **Peut-on se relever d'une crise bancaire ? Analyse comparée de l'Irlande et de l'Islande**

par [Céline Antonin](#) et [Christophe Blot](#)

En économie, les miracles s'avèrent parfois être des mirages. L'Islande et l'Irlande en font l'expérience. Ces deux petites économies ouvertes, paradis de la finance libéralisée et dérégulée, havres de croissance au début des années 2000, ont été frappées de plein fouet par la crise financière. La nationalisation quasi-intégrale des systèmes financiers qui en a résulté a pesé sur la dette publique de ces deux pays. Pour endiguer la hausse de la dette et les risques

d'insoutenabilité, les gouvernements des deux pays ont, dès 2010, mis en œuvre des plans d'austérité budgétaire, mais avec une différence de taille : l'Irlande appartient à la zone euro, ce qui n'est pas le cas de l'Islande. La dernière [Note de l'OFCE \(n°25 du 4 février 2013\)](#) revient sur la situation financière et macroéconomique récente de ces deux pays afin de montrer dans quelle mesure les divergences de *policy-mix* peuvent rendre compte de trajectoires de sortie de crise différentes.

Si la crise bancaire islandaise fut amplifiée par une crise de change, la dépréciation de la couronne fut ensuite un facteur de reprise si bien qu'aujourd'hui, la croissance est de retour en Islande. Le PIB a été marqué par une forte volatilité : entre le troisième trimestre 2007 et le deuxième trimestre 2011, le PIB a baissé de plus de 13 % mais il a depuis rebondi de 5,7 %. En Irlande, la volatilité a été moindre et la phase récessive moins longue qu'en Islande (8 trimestres) et de plus faible amplitude (-10,7 %). En revanche, la sortie de crise y est plus timide avec une progression du PIB de seulement 3,4 % depuis fin 2009.

Notre analyse nous conduit à deux conclusions principales : d'une part, la dévaluation interne est moins efficace que la dévaluation externe ; d'autre part, la consolidation budgétaire est moins coûteuse lorsqu'elle est accompagnée de conditions monétaires et d'une politique de change favorables. C'est à la lumière de ces éléments qu'il convient de redéfinir le *policy mix* optimal en zone euro comme nous le suggérons plus en détail dans le rapport [iAGS](#). Une politique monétaire active est indispensable pour permettre le refinancement de la dette publique. Ainsi, la Banque centrale européenne doit intervenir en tant que prêteur en dernier ressort des pays membres. Les pays en situation d'excédents doivent engager des politiques de "reflation" afin de contribuer à résorber les déséquilibres courants. L'ajustement budgétaire doit être assoupli et éventuellement décalé afin de permettre un retour

plus rapide de la croissance.

---

# La zone euro en crise

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

Le 8 juin 2012, s'est tenue à Kiel la 9<sup>e</sup> Conférence EUROFRAME[1] sur les questions de politique économique de l'Union européenne. Son sujet était : « La zone euro en crise : défis pour la politique monétaire et les politiques budgétaires ». [Le numéro 127 de la collection « Débats et Politiques » de la Revue de l'OFCE](#) publie des versions révisées de douze des communications présentées[2], rassemblées autour de cinq dossiers : déséquilibres de taux de change, indicateurs de la crise de la dette, règles budgétaires, questions bancaires et financières et stratégies de sortie de crise.

L'analyse des origines de la crise de la zone euro et les recommandations de politiques économiques à mener pour sortir la zone euro de la crise font l'objet de grands débats entre économistes dont la Conférence EUROFRAME a donné une illustration. Ainsi, le lecteur verra apparaître au fil des articles plusieurs lignes de fracture :

– Pour les uns, ce sont les politiques irresponsables des pays du Sud qui sont la cause des déséquilibres : ceux-ci ont laissé se développer des bulles immobilières et salariales

tandis que les pays du Nord pratiquaient des politiques vertueuses d'austérité salariale et de réformes structurelles. Les pays du Sud doivent donc adopter la stratégie des pays du Nord et accepter une longue cure d'austérité. Pour les autres, la monnaie unique a permis le développement de déséquilibres jumeaux et opposés : elle a conduit à la sous-évaluation des économies des pays du Nord, ce qui les a autorisés à compenser leurs politiques excessives d'austérité salariale et sociales par des excédents extérieurs excessifs ; elle a autorisé la persistance de déficits extérieurs au Sud ; il en résulte la nécessité d'une convergence contrôlée où la relance au Nord facilite la résorption des déséquilibres extérieurs du Sud.

– Pour les uns, chaque pays doit mettre en œuvre des politiques alliant une forte réduction des dépenses publiques – afin de résorber les déficits budgétaires et réduire le poids de la dette publique – et des réformes structurelles (libéralisation des marchés des biens et des services, déréglementation du marché du travail) qui en compenseraient l'effet dépressif sur le marché du travail. Il faut laisser les marchés financiers imposer aux pays la discipline nécessaire. Pour les autres, il faut maintenir les déficits publics tant qu'ils seront nécessaires pour soutenir l'activité, faire garantir les dettes publiques par la Banque centrale européenne (BCE) afin de faire converger les taux d'intérêt nationaux vers le bas et mettre en œuvre une stratégie de croissance à l'échelle de l'UE (en particulier par le financement des investissements nécessaires à la transition écologique).

– Certains estiment même qu'il faut éviter l'extension de la solidarité européenne qui permettrait à certains pays de retarder les réformes nécessaires, qui rendrait persistants les déséquilibres, qui induirait de la création monétaire et donc de l'inflation. D'autres jugent que des erreurs de politiques économiques ont été commises depuis la création de la zone euro, qu'elles ont abouti à de fortes disparités dans

la zone, qu'il faut essayer de résorber aujourd'hui par une stratégie solidaire et cohérente. L'Europe est une grande famille ; il faut manifester de la solidarité et accepter des compromis pour continuer à vivre ensemble.

– Pour les uns, la fin de la crise des dettes des pays de la zone euro suppose la mise en place d'une union budgétaire, ce qui signifie la mise en place de règles contraignantes inscrites dans le Pacte budgétaire et un certain fédéralisme budgétaire ; la Commission et le Conseil européen doivent avoir un droit de regard sur les politiques budgétaires des États membres. Pour les autres, il faut laisser aux États membres un degré d'autonomie nécessaire pour pratiquer la politique budgétaire de leur choix ; c'est à la fois une question de démocratie et d'efficacité économique : les situations économiques des pays sont trop diverses pour qu'une politique budgétaire uniforme soit possible ; il faut une coordination ouverte des politiques économiques, sans normes préétablies et rigides de finances publiques, ayant pour objectif une croissance satisfaisante et la résorption des déséquilibres extérieurs.

---

[\[1\] 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), NIESR (Royaume-Uni).

[\[2\]](#) Dont 10 en langue anglaise et 2 en français.

---

# Une revue récente de la littérature sur les multiplicateurs budgétaires : la taille compte !

Par [Eric Heyer](#)

Les multiplicateurs budgétaires à court terme sont-ils sous-estimés? La croyance que l'on peut réduire brutalement les déficits par une restriction budgétaire sans peser sur les perspectives d'activités, voire en les améliorant à moyen terme est-elle fondée ? C'est à cette interrogation que le FMI tente de répondre dans son dernier [rapport sur les Perspectives mondiales](#). Le Fonds consacre un encadré à la sous-estimation des multiplicateurs budgétaires au cours de la crise de 2008. Alors qu'il les évaluait à un niveau proche de 0,5 en moyenne dans les pays développés jusqu'en 2009, le FMI les échelonne aujourd'hui de 0,9 à 1,7 depuis la Grande récession.

Cette réévaluation de la valeur du multiplicateur, dont [X. Timbeau propose une lecture intéressante](#) sur la base d'un multiplicateur « apparent corrigé », s'appuie sur de nombreux travaux réalisés par des chercheurs du FMI sur la question et notamment celui de [Batini, Callegari et Melina \(2012\)](#). Dans cet article, les auteurs tirent trois enseignements sur la taille des multiplicateurs budgétaires en zone euro, aux Etats-Unis et au Japon :

1. le premier est qu'une consolidation budgétaire graduelle et lissée est préférable à une stratégie de réduction des déséquilibres publics trop rapide et agressive.
2. Le deuxième enseignement est que l'impact sur l'économie d'une consolidation budgétaire sera d'autant plus



violent que l'économie se situe en récession : selon les pays étudiés, la différence est au minimum de 0,5 et peut aller au-delà de 2. Ce constat se retrouve également dans une autre étude du FMI ([Corsetti, Meier et Müller \(2012\)](#)) et s'explique par le fait, qu'en « temps de crise » de plus en plus d'agents économiques (ménages, entreprises) sont soumis à une contrainte de liquidité à très court terme, entretenant la spirale récessive et empêchant la politique monétaire de fonctionner.

3. Enfin, les multiplicateurs associés aux dépenses publiques sont très largement supérieurs à ceux observés sur les impôts : dans une situation récessive, à 1 an, ils s'échelonnent de 1,6 à 2,6 dans le cas d'un choc sur les dépenses publiques alors qu'ils sont compris entre 0,2 et 0,4 dans les cas d'un choc sur les impôts. Pour la zone euro par exemple, le multiplicateur à 1 an s'élève à 2,6 dans le cas de l'utilisation des dépenses publiques comme instrument de consolidation budgétaire et à 0,4 si l'instrument est l'impôt.

Les chercheurs du FMI ne sont pas les seuls à s'interroger sur le bien-fondé de cette stratégie de consolidation budgétaire alors que la crise économique persiste. Deux chercheurs de Berkeley, Alan [J. Auerbach](#) et [Yuriy Gorodnichenko](#) corroborent, dans un working paper du NBER de 2012, l'idée selon laquelle les multiplicateurs sont supérieurs en récession qu'en phase d'expansion. [Dans une deuxième étude](#) publiée dans l'*American Economic Journal*, ces deux mêmes auteurs affirment qu'un choc sur la dépense publique aurait un impact 4 fois plus important sur l'activité s'il se réalise en basse conjoncture (2,5) plutôt qu'en haut de cycle économique (0,6). Ce résultat est confirmé sur données américaines par trois chercheurs de l'Université de Saint Louis à Washington ([Fazzari et al \(2011\)](#)) ainsi que par deux économistes de l'Université de Munich ([Mittnik et Semmler \(2012\)](#)). Cette asymétrie se retrouve également sur données allemandes dans le

travail réalisé par un universitaire de Cambridge et un chercheur de la Deutsche Bundesbank, [Baum et Koester \(2011\)](#).

De son côté, un chercheur de Stanford, [Hall \(2009\)](#), affirme quant à lui que la taille du multiplicateur double et s'élève à près de 1,7 lorsque le taux d'intérêt réel est proche de zéro, caractéristique d'une économie en bas de cycle comme cela est le cas aujourd'hui dans de nombreux pays développés. Ce constat est partagé par deux chercheurs de Berkeley et de Harvard, [DeLong et Summers \(2012\)](#), par deux chercheurs de la FED, [Erceg et Lindé \(2012\)](#), par ceux de l'[OCDE \(2009\)](#), par ceux de la [Commission Européenne \(2012\)](#) et par des travaux théoriques récents ([Christiano, Eichenbaum et Rebelo \(2011\)](#), [Woodford \(2010\)](#)). Lorsque les taux nominaux sont bloqués par la condition de non nullité, les taux d'intérêts réels anticipés augmentent. La politique monétaire ne peut plus atténuer une restriction budgétaire et devient même restrictive et ce d'autant que les anticipations de prix s'ancrent sur la déflation.

Comme le notait déjà [J. Creel sur ce blog](#), sur l'instrument à utiliser, entre dépenses publiques ou impôt, d'autres économistes du FMI associés à des confrères de la Banque centrale européenne (BCE), de la Réserve fédérale américaine (FED), de la Banque du Canada, de la Commission européenne (CE) et de l'Organisation pour la coopération et le développement économique (OCDE), ont comparé leurs évaluations dans un article publié en janvier 2012 dans *American Economic Journal : Macroeconomics* ([Coenen G. et alii \(2012\)](#)). Selon ces 17 économistes, sur la base de 8 modèles macroéconométriques différents (principalement des DSGE) pour les Etats-Unis, et de 4 modèles pour la zone euro, la taille de nombreux multiplicateurs est grande, particulièrement pour les dépenses publiques et les transferts ciblés. Ainsi, les effets multiplicateurs dépassent l'unité si la stratégie porte sur la consommation publique ou les transferts ciblés sur des agents spécifiques et sont supérieurs à 1,5 sur l'investissement

public. Pour les autres instruments, les effets restent positifs mais compris entre 0,2 pour les impôts sur les sociétés à 0,7 pour les impôts sur la consommation. Ce constat est également partagé par la [Commission Européenne](#) (2012) qui indique que le multiplicateur budgétaire est plus important si la consolidation est fondée sur les dépenses publiques, et l'investissement public en particulier. Ces résultats confirment ceux publiés 3 ans auparavant par l'[OCDE \(2009\)](#) ainsi que ceux réalisés par des économistes de la banque d'Espagne pour la zone euro ([Burriel et al \(2010\)](#)) ou par la Deutsche Bundesbank sur données allemandes ([Baum et Koester \(2011\)](#)). Sans infirmer ce résultat, l'étude de [Fazzari et al \(2011\)](#) introduit toutefois une nuance : selon leurs travaux, le multiplicateur associé aux dépenses publiques serait bien supérieur à celui observé sur les impôts mais uniquement lorsque l'économie se situe en bas de cycle. Ce résultat s'inverserait dans une situation de croissance plus favorable.

Par ailleurs, des chercheurs de la London School of Economics (LSE) et de l'université de Maryland, [Ilzetzki, Mendoza et Vegh \(2009\)](#) mettent en avant dans leurs évaluations sur l'économie américaine, une valeur du multiplicateur budgétaire forte pour l'investissement public (1,7) et supérieure à celle obtenue avec la consommation publique. Ce résultat est proche de celui obtenu par d'autres chercheurs du FMI ([Freedman, Kumhof, Laxton et Lee \(2009\)](#)).

Dans la littérature récente, seuls les travaux d'Alesina, économiste à Harvard, semblent contredire ce dernier point : en observant 107 plans de consolidation budgétaire, menée dans 21 pays de l'OCDE au cours de la période 1970-2007, Alesina et ses co-auteurs ([Ardagna en 2009](#) et [Favero et Giavazzi en 2012](#)), en déduisent que d'une part les multiplicateurs peuvent être négatifs et d'autre part que les consolidations budgétaires axés sur les dépenses sont associés à des récessions mineures et de courte durée alors que celles fondées sur l'impôt sont associés à une récession et profonde

et prolongée. Outre l'importance accordée à des expériences particulières de restriction budgétaire (pays scandinaves, Canada) et qui ne se retrouvent pas lorsqu'on inclut l'ensemble des expériences de restriction (ou d'expansion) budgétaire, les travaux empiriques d'Alesina *et al* souffrent d'un problème d'endogénéité dans la mesure de la restriction budgétaire. La notion d'impulsion narrative permet d'éviter cette endogénéité. Par exemple, lors d'une bulle immobilière (et plus généralement en cas de forts gains en capital), le surplus de recettes fiscales lié aux transactions immobilière se traduit par une baisse du déficit structurel, ces recettes n'étant pas conjoncturelles (au sens où l'élasticité des recettes au PIB devient très supérieure à 1). Sont associés alors une phase d'expansion (en lien avec la bulle immobilière) et une réduction du déficit structurel, renforçant artificiellement la thèse selon laquelle réduction du déficit public peut entraîner une hausse de l'activité, alors que la causalité est inverse.

A l'exception des travaux d'Alesina, un large consensus émerge des derniers travaux théoriques et empiriques existants dans la littérature économique : une politique de consolidation budgétaire est préférable en période de reprise de l'activité et est pernicieuse voire inefficace lorsque l'économie est à l'arrêt ; si celle-ci doit être menée en période de basse conjoncture, une augmentation des impôts serait moins néfaste à l'activité qu'une réduction des dépenses publiques... des préconisations qui figuraient dans [Creel, Heyer et Plane \(2011\)](#).

---

# Que valent les multiplicateurs budgétaires aujourd'hui ?

par [Xavier Timbeau](#)

Nous avons hérité de la crise des déficits publics plus élevés et des dettes publiques largement augmentées (tableau 1). Pour résorber ces déficits et dettes publics issus de la crise, un effort budgétaire important s'impose. Mais un effort trop brutal et trop rapide aura un effet dépressif sur l'activité et prolongera la crise, ce qui compromettra à la fois le redressement budgétaire mais également enfermera les économies dans une spirale récessive. La valeur du multiplicateur budgétaire (le lien entre la politique budgétaire et l'activité) tant dans le court terme que dans le long terme est un paramètre critique tant pour la stabilisation des finances publiques que pour le retour au plein emploi.

**Déficits et dettes publics 2007-2012**

| En points de PIB | Déficit public |                     | Dettes publiques nettes des actifs financiers |                     |
|------------------|----------------|---------------------|---|---------------------|
|                  | 2012           | Évolution 2012-2007 | 2012  | Évolution 2012-2007 |
| DEU              | -0.9           | -1.1                | 52  | 9                   |
| FRA              | -4.5           | -1.7                | 66  | 31                  |
| ITA              | -1.7           | -0.1                | 96  | 9                   |
| ESP              | -5.4           | -7.3                | 54  | 37                  |
| NLD              | -4.3           | -4.4                | 43  | 15                  |
| BEL              | -2.8           | -2.7                | 82  | 9                   |
| PRT              | -4.6           | -1.4                | 81  | 32                  |
| IRL              | -8.4           | -8.5                | 82  | 82                  |
| GRC              | -7.4           | -0.6                | 134   | 52                  |
| AUT              | -2.9           | -1.9                | 48  | 17                  |
| Zone euro (EA11) | -3.0           | -2.3                | 63  | 20                  |
| GBR              | -7.7           | -4.9                | 74  | 46                  |
| USA              | -8.3           | -5.3                | 85  | 37                  |
| JPN              | -9.9           | -7.8                | 134   | 54                  |

Source : OCDE, *Economic outlook 91*.

Lorsque le multiplicateur (à court terme) est supérieur à approximativement 2 (en fait  $1/a$ ,  $a$  étant la sensibilité du solde public à la conjoncture et valant à peu près 0,5 dans les pays développés), alors une restriction produit une baisse de l'activité telle que le déficit public à court terme s'accroît avec la restriction budgétaire. Lorsque le multiplicateur est supérieur à approximativement 0,7 (en fait,  $1/(a+d)$ ,  $d$  étant le ratio dette sur PIB), une restriction budgétaire augmente à court terme le ratio dette sur PIB. À plus long terme, les choses se compliquent et seule une modélisation détaillée peut aider à comprendre dans quel cas une restriction budgétaire aujourd'hui conduit durablement à une réduction du ratio dette sur PIB. La valeur du multiplicateur à moyen terme est bien sûr décisive (elle est généralement supposée nulle, mais dans le cas d'investissement public profitable, cette hypothèse ne tient pas), mais les effets d'hystérèse tout comme les évolutions des anticipations d'inflation ou celles des taux d'intérêt souverains (et donc

de l'écart critique) interagissent avec l'évolution de la dette et du PIB.

Jusqu'à peu, la plupart des économistes considéraient que la valeur du multiplicateur dépendait de la composition de la stimulation budgétaire (impôts, dépenses, nature des impôts ou des dépenses), de la taille de l'économie et de son degré d'ouverture (plus l'économie est ouverte moins le multiplicateur y est grand) et du caractère anticipé ou non du choc budgétaire (anticipé, un choc aurait peu d'effet, dans le long terme, il n'en aurait aucun, seul un choc inattendu aurait un effet temporaire)[1]. [Une littérature récente](#) (depuis 2009) s'est intéressée à la valeur du multiplicateur budgétaire à court terme en temps de crise. Deux conclusions principales s'en dégagent :

1. Le multiplicateur est plus élevé en « temps de crise » (à court terme ou tant que dure la crise...). En « temps de crise » signifie un chômage élevé ou un écart de production très creusé. Un autre symptôme peut être une situation où les taux d'intérêt long surs sont très bas (*i.e.* négatifs en termes réels), suggérant une fuite vers la sécurité (incertitude radicale) ou encore une trappe à liquidité (anticipation de déflation). Deux interprétations théoriques sont compatibles avec ces manifestations de la crise. Soit, les anticipations de prix s'orientent vers la déflation ou l'incertitude radicale rend impossible la formation d'anticipation ; ce qui est cohérent avec des taux surs très bas et induit la paralysie de la politique monétaire. Soit, de plus en plus d'agents économiques (ménages, entreprises) sont soumis à une contrainte de liquidité à très court terme ; ce qui entretient la spirale récessive et empêche la politique monétaire de fonctionner. Dans un cas comme dans l'autre, les multiplicateurs budgétaires sont plus élevés qu'en temps normal parce que la politique budgétaire expansionniste (resp. restrictive)

force les agents économique à s'endetter (resp. se désendetter) collectivement au lieu d'individuellement. En « temps de crise » le multiplicateur joue y compris lorsqu'il est anticipé et son effet persiste jusqu'au retour au plein emploi.

2. Le multiplicateur est plus élevé pour les dépenses qu'il ne l'est pour les prélèvements obligatoires. L'argument en temps normal est que la hausse des prélèvements obligatoires a des effets désincitatifs alors que la baisse des dépenses a des effets incitatifs sur l'offre de travail. Dans une petite économie ouverte, lorsque la politique monétaire induit de plus une dépréciation réelle de la monnaie, une restriction budgétaire peut accroître l'activité, résultat qui a longtemps permis de promettre aux tenants de la discipline budgétaire des merveilles. Mais en temps de crise, outre des multiplicateurs plus élevés, la logique de temps normal s'inverse. La désincitation par les impôts comme l'incitation à l'offre de travail par la baisse des dépenses ne jouent pas dans une économie dominée par le chômage involontaire ou les surcapacités. Ce sont en fait les anticipations de récession ou de déflation qui sont désincitatives et c'est une raison supplémentaire pour justifier des multiplicateurs élevés.

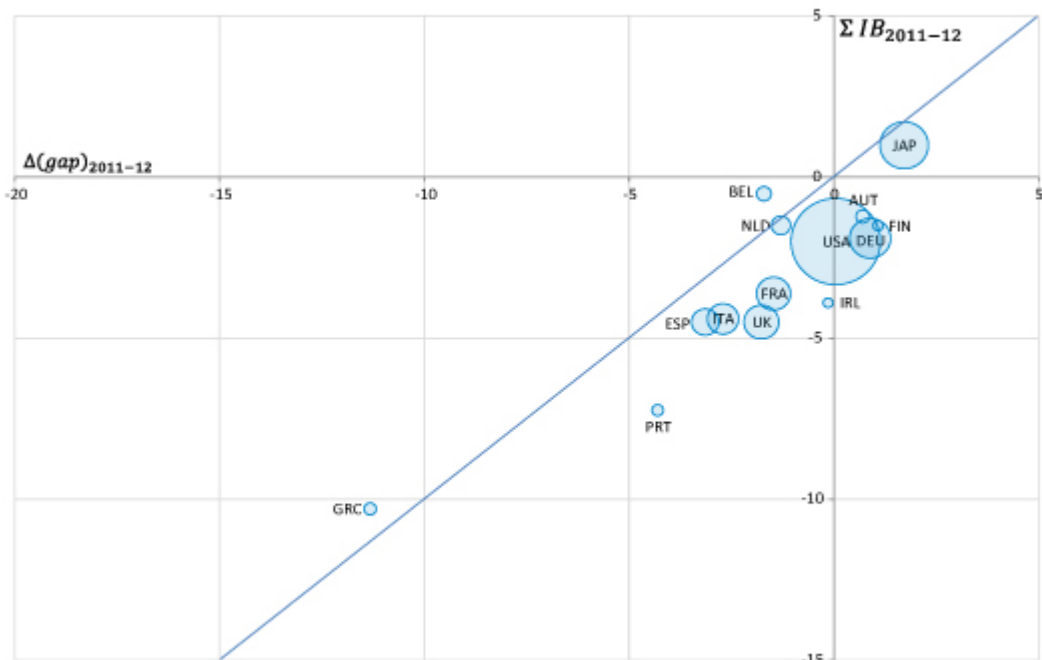
Les estimations économétriques (en se basant sur les expériences passées de « temps de crise ») conduisent à retenir un multiplicateur budgétaire de l'ordre de 1,5 (pour un mix moyen entre dépenses et prélèvements obligatoires).

Le cumul de l'année 2011 et 2012, pour lequel une très forte impulsion budgétaire a été réalisée, confirme cette évaluation économétrique. En mettant en rapport d'un côté l'évolution de l'écart de production de fin 2010 à 2012 (*output gap* ou *gap*) en abscisse et de l'autre l'impulsion budgétaire cumulée pour les années 2011 et 2012, on obtient l'impact à court terme de la restriction budgétaire. Le graphique 1 représente cette



relation, en faisant apparaître un lien étroit entre restriction budgétaire et restriction budgétaire.

**Graphique 1 : Évolution de l'écart de production et impulsion 2011-2012**



Source : OCDE, *Economic outlook* n° 91, juin 2012. L'année 2012 est une projection (prévision OFCE octobre 2012). La surface des bulles est proportionnelle au PIB en 2011 en volume (\$ppp).

Pour la plupart des pays, le multiplicateur « apparent » est inférieur à 1 (les rayons reliant chacune des bulles sont en dessous de la bissectrice, le multiplicateur « apparent » est l'inverse de la pente de ces rayons). Le graphique 2 affine l'évaluation. Les variations de l'écart de production sont en effet corrigées de la dynamique « autonome » de fermeture de l'écart de production (s'il n'y avait pas eu d'impulsion, il y aurait eu une fermeture de l'écart de production, évaluée comme se produisant à la même vitesse que par le passé) et de l'impact des restrictions budgétaires de chacun des pays sur les autres par le canal du commerce extérieur. Les bulles en orange se substituent donc aux bulles bleues intégrant ces deux effets de sens contraire, évalués ici en cherchant à minorer la valeur des multiplicateurs. En particulier, parce que les écarts de production n'ont jamais été aussi creusés,

il est envisageable que les écarts de production se referment plus vite que ce qui a été observé dans les trente ou quarante dernières années, ce qui justifierait un contrefactuel plus dynamique et donc des multiplicateurs budgétaires plus élevés.

L'Autriche et l'Allemagne font figure d'exception. Bénéficiant d'une conjoncture plus favorable (chômage plus bas, meilleure situation des entreprises), il n'est pas surprenant que le multiplicateur soit plus faible dans ces deux pays. Cela étant, le multiplicateur « apparent corrigé » est négatif, ce qui découle soit d'effets paradoxaux d'incitation, soit plus probablement du fait que la politique monétaire est plus efficace et que ces deux pays sont sortis de la trappe à liquidité. Or la correction apportée ici ne tient pas compte de la stimulation par la politique monétaire.

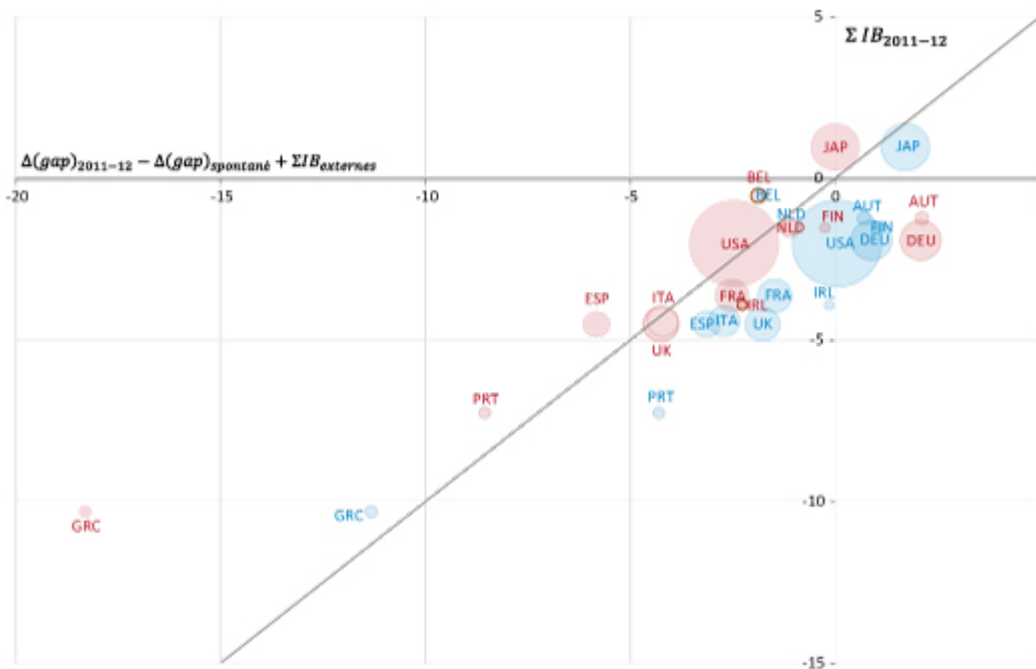
Aux Etats-Unis, le multiplicateur « apparent corrigé 2011-2012 » ressort à 1. Ce multiplicateur « apparent corrigé » est très élevé en Grèce (~2), en Espagne (~1,3) ou au Portugal (~1,2), ce qui est cohérent avec la hiérarchie énoncée au point 1. Cela suggère également que si la conjoncture se dégradait encore, la valeur des multiplicateurs pourrait augmenter, accentuant le cercle vicieux de l'austérité.

Pour la zone euro dans son ensemble, le multiplicateur « apparent corrigé » résulte de l'agrégation de « petites économies ouvertes ». Il est donc plus élevé que le multiplicateur de chaque pays, parce qu'il rapporte l'impact de la politique budgétaire d'un pays sur l'ensemble de la zone et non plus seulement sur le pays concerné. Le multiplicateur agrégé de la zone euro dépend également de la composition de la restriction budgétaire mais surtout de l'endroit où cette restriction est conduite. Or, les plus grandes impulsions budgétaires sont effectuées là où les multiplicateurs sont les plus élevés ou encore dans les pays les plus en crise. Il en ressort que le multiplicateur agrégé de la zone euro est de 1,3, sensiblement plus important que celui qui ressort de

l'expérience américaine.

La confrontation des plans budgétaires de 2011 et de 2012 à la conjoncture de ces mêmes années donne une estimation élevée des multiplicateurs budgétaires. Cela entérine la dépendance du multiplicateur au cycle et constitue un sérieux argument contre la politique d'austérité qui devrait se continuer en 2013. Tout indique que nous sommes dans le cas où [l'austérité conduit au désastre](#).

**Graphique 2 : Évolution de l'écart de production et impulsion 2011-2012**



Source : OCDE, *Economic outlook* n° 91, juin 2012. L'année 2012 est une projection (prévision OFCE octobre 2012). La surface des bulles est proportionnelle au PIB en 2011 en volume (\$ppp).

[1] Un intense débat existait quant à la validité théorique et surtout quant à la validation empirique de ces assertions (voir [Creel, Heyer et Plane 2011](#) et [Creel, Ducoudré, Mathieu et Sterdyniak 2005](#)). Les travaux empiriques récents menés par exemple au FMI ont contredit des analyses faites au début des années 2000 qui concluaient que les effets anti-keynésiens dominaient les effets keynésiens. Ainsi, au moins en ce qui concerne le court terme, avant la crise et en « temps normal », le diagnostic est aujourd'hui que les multiplicateurs budgétaires sont positifs. L'endogénéité de la

mesure de l'impulsion budgétaire par la simple variation du déficit structurel parasitait les analyses empiriques. L'utilisation d'impulsions narratives résout cette question et modifie sensiblement les estimations des multiplicateurs. Dans la plupart des modèles macroéconomiques (y compris les DSGE), les multiplicateurs budgétaires sont également positifs à court terme (de l'ordre de 0,5 pour un choc pur budgétaire en « temps normal »). Concernant le long terme, l'analyse empirique ne nous apprend pas grand-chose, le bruit noyant toute possibilité de mesure. Le long terme reflète donc principalement un *a priori* théorique qui reste largement dominé par l'idée que la politique budgétaire ne peut avoir d'effet à long terme. Cependant, dans le cas de l'investissement public ou lorsque de l'hystérèse peut se produire, l'hypothèse de non nullité à long terme paraît plus réaliste.

---

## **La politique monétaire est-elle devenue inefficace ?**

Par [Christophe Blot](#), [Catherine Mathieu](#) et Christine Rifflart

Ce texte résume l'[étude spéciale](#) de la prévision d'octobre 2012.

Depuis l'été 2007, les banques centrales des pays industrialisés sont intervenues de façon constante pour contrer les effets négatifs de la crise financière sur le fonctionnement du système bancaire et financier et pour faire redémarrer la croissance. Dans un premier temps, les taux directeurs ont été considérablement abaissés et maintenus

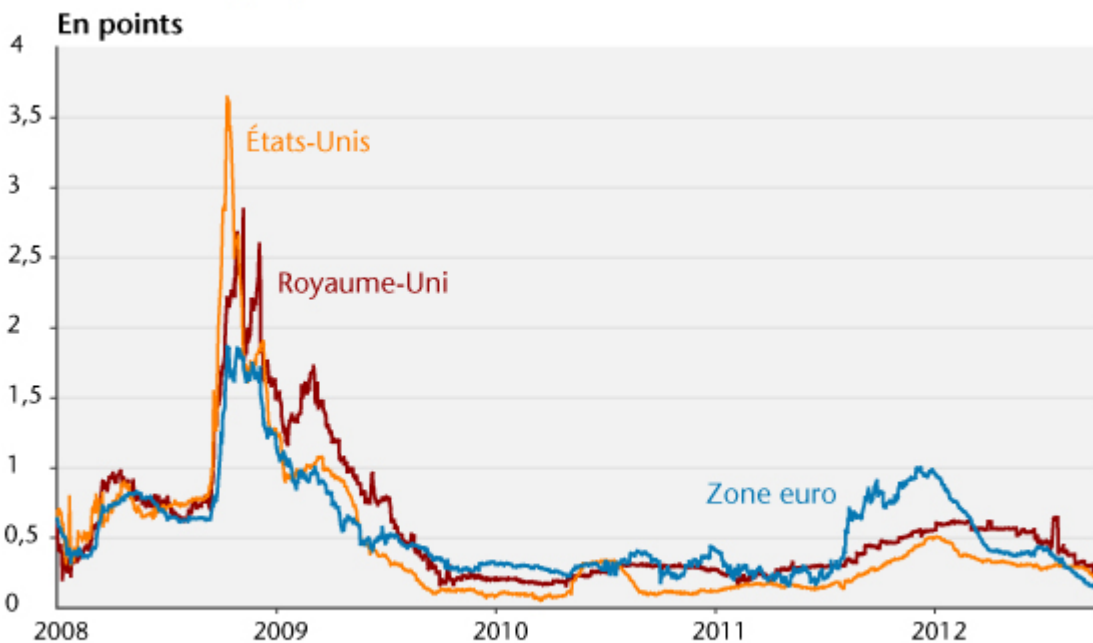
ensuite à un niveau proche de 0[1]. Dans un deuxième temps, à partir du début de l'année 2009, les banques centrales ont mis en œuvre des mesures dites non conventionnelles. Si ces politiques peuvent différer d'une banque centrale à l'autre, elles se traduisent toutes par une augmentation de la taille de leur bilan ainsi que par une modification de la composition de l'actif de ce bilan. Néanmoins, trois ans après le creux d'activité observé aux Etats-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni, force est de constater que la reprise n'est pas au rendez-vous ; le chômage se maintient partout à un niveau élevé. En Europe, une nouvelle récession menace[2]. Ces éléments remettent-ils en cause l'efficacité de la politique monétaire et plus particulièrement des mesures non conventionnelles ?

Depuis presque 4 ans, une abondante recherche se développe pour évaluer l'impact des politiques monétaires non conventionnelles[3]. Cecioni, Ferrero et Sacchi (2011)[4] proposent une revue de littérature récente sur le sujet. La majorité de ces études porte sur l'impact des différentes mesures prises par les banques centrales sur les variables financières et notamment sur les taux du marché monétaire ou les taux obligataires. Etant donné le rôle du marché monétaire dans la transmission de la politique monétaire, la capacité des banques centrales à atténuer les tensions qui ont émergé dès le début de la crise financière constitue un vecteur essentiel de l'efficacité de leurs interventions. Plus récemment, ce fut aussi une des raisons ayant motivé la BCE à proposer une opération de refinancement exceptionnel, en deux temps, pour une maturité de 3 ans. De fait, cette intervention a permis de réduire les tensions sur le marché interbancaire qui étaient réapparues dans la zone euro, et dans une moindre mesure aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, en fin d'année 2011 (graphique). Cet épisode semble confirmer que l'action des banques centrales est efficace lorsqu'il s'agit de faire face à une crise de liquidité. Un autre enjeu essentiel du débat porte sur la capacité des mesures non conventionnelles à faire

baisser les taux d'intérêt à long terme et par ce biais à stimuler l'activité. Il s'agit là en effet d'un levier important de la transmission de la politique monétaire. Sur cet aspect, les conclusions sont plus mitigées. Néanmoins, pour les Etats-Unis, une étude réalisée par Meaning et Zhu (2012)[\[5\]](#) suggère que les programmes d'achat de titres de la Réserve fédérale auraient contribué à faire baisser les taux publics américains à 10 ans de 60 points pour le premier programme (LSAP1 *Large scale asset purchase*) et de 156 points pour le second (LSAP2). Pour la zone euro, Peersman[\[6\]](#) (2011) montre que les effets des mesures non conventionnelles sur l'activité sont globalement assez proches de ceux d'une baisse du taux directeur et Gianone, Lenza, Pill et Reichlin[\[7\]](#) (2012) suggèrent que les différentes mesures prises par la BCE depuis le début de la crise ont permis d'amortir la hausse du taux de chômage, même si l'effet est limité à 0,6 point.

Dans ces conditions, comment expliquer la faiblesse, voire l'absence, de la reprise ? Une première piste évoque l'hypothèse de la trappe à liquidité[\[8\]](#). L'incertitude est encore présente et le système financier reste fragilisé si bien que les agents expriment toujours une préférence pour la liquidité et la sécurité, ce qui explique leur réticence à s'engager sur des projets risqués. Ainsi, même si les conditions de financement sont favorables, la politique monétaire ne permet pas de stimuler plus fortement l'activité. Cette hypothèse explique probablement la timidité de la reprise aux Etats-Unis. Mais, à cette hypothèse, s'ajoute dans la zone euro et au Royaume-Uni, une deuxième piste qui attribue la faiblesse de la reprise à l'impact des politiques budgétaires restrictives. En effet, les pays de la zone euro comme le Royaume-Uni poursuivent une stratégie de consolidation budgétaire qui pèse sur la demande. Les politiques monétaires sont alors certes expansionnistes mais elles ne parviennent pas à compenser l'effet récessif des politiques budgétaires sur la croissance.

### Graphique. Tensions sur les marchés interbancaires\*



\* Les tensions sont mesurées par l'écart entre les taux interbancaires (Libor ou Euribor) et l'overnight interest rate swap (OIS).

Source : Datastream.

[1] Il faut cependant rappeler l'exception de la BCE qui a augmenté prématurément son taux directeur par deux fois en 2011. Elle est depuis revenue sur ces décisions et a baissé le principal taux directeur qui s'établit à 0,75 % depuis juillet 2012.

[2] La première estimation du PIB du Royaume-Uni pour le troisième trimestre 2012 indique un rebond de la croissance après 3 trimestres de baisse. Ce rebond résulte cependant de facteurs exceptionnels (voir [Royaume-Uni : l'enlisement](#)) et l'activité reculerait à nouveau au quatrième trimestre.

[3] Les politiques monétaires non conventionnelles avaient déjà fait l'objet de nombreuses analyses appliquées au cas de la Banque du Japon. La mise en œuvre de mesures équivalentes aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro a contribué à amplifier très largement l'intérêt pour ces questions.

[4] « [Unconventional monetary policy in theory and in practice](#) », *Banca d'Italia Occasional Papers* n°102.

[5] « [The impact of Federal Reserve asset purchase programmes :another twist](#) », *BIS Quarterly Review*, March p.23-30.

[6] « [Macroeconomic effects of unconventional monetary policy in the euro area](#) », ECB Working Paper n°1397.

[7] « [The ECB and the interbank market](#) », CEPR Discussion Paper n°8844.

[8] Voir [OFCE](#) (2010) pour une analyse de cette hypothèse.

---

# Prendre la crise par les sentiments (du marché)

par Anne-Laure Delatte

Les facteurs fondamentaux seuls ne peuvent pas expliquer la crise européenne. Un [nouveau document de travail de l'OFCE](#) montre l'incidence des croyances de marché pendant cette crise. Dans cette étude, nous cherchons où se forment les sentiments de marché et par quels canaux ils se transmettent. Qu'est-ce qui fait basculer le marché de l'optimisme au pessimisme ? Nos résultats indiquent : 1) qu'il y a une forte dynamique auto-réalisatrice dans la crise européenne : la peur du défaut est justement ce qui conduit au défaut ; 2) le petit marché des dérivés de crédit, les *Crédit Default Swaps*, ces instruments d'assurance utilisés pour se protéger contre le risque de défaut d'un emprunteur, est le premier



catalyseur des sentiments du marché. Ce résultat devrait inquiéter au plus haut point les politiques en charge de la régulation financière car le marché des CDS est opaque et concentré, deux caractéristiques favorables aux comportements abusifs.

Quel rôle les investisseurs jouent-ils pendant une crise ? Si des ventes massives de titres révèlent les faiblesses d'un modèle économique, alors il serait dangereux de les limiter : ce serait tuer le messenger. Mais si ces ventes massives sont déclenchées par un soudain retournement du sentiment de marché, un mouvement de panique, une méfiance des investisseurs à l'égard d'un Etat, alors il est utile de comprendre comment se forment les croyances de marché, pour pouvoir mieux les maîtriser le moment venu.

Pour répondre à cette question dans le contexte de la crise européenne, nous nous sommes inspirés des travaux portant sur la crise du système monétaire européen de 1992-93, qui présente de nombreux points communs avec la situation actuelle. Les investisseurs doutaient alors de la crédibilité du système monétaire européen et le mettaient à l'épreuve en spéculant contre les devises européennes (*sic*). La livre sterling, la lire, la peseta, etc. furent attaquées tour à tour et les gouvernements durent lâcher du lest en dévaluant leur monnaie nationale. Cette crise a, dans un premier temps, posé une énigme aux économistes qui n'arrivaient pas expliquer le lien entre les attaques spéculatives et les facteurs fondamentaux : d'une part tous les pays attaqués ne souffraient pas des mêmes maux ; d'autre part alors que la situation économique se détériorait progressivement, pourquoi les investisseurs décidaient-ils soudainement de s'en prendre à une devise et pas une autre ? Enfin pourquoi ces attaques étaient-elles couronnées de succès ? La réponse était que la spéculation n'était pas déterminée uniquement par la situation économique (dite fondamentale) mais qu'elle était auto-

réalisatrice.

Il pourrait bien en être de même aujourd'hui. Si c'est le cas, la crise en Espagne, par exemple, trouverait ses racines dans les croyances des investisseurs : à partir de 2011 l'Espagne a été désignée comme le maillon faible de la zone euro, les investisseurs ont alors vendu leurs titres espagnols et fait grimper les taux d'emprunt. Les paiements d'intérêts ont plombé les comptes publics et la dette a dérapé. Le déficit public espagnol sera plus important en 2012 qu'en 2011 malgré des efforts d'austérité considérables. La crise est auto-réalisatrice dans la mesure où elle valide *a posteriori* les croyances des investisseurs.

Comment le prouver ? Comment tester la présence de dynamique auto-réalisatrice pendant la crise européenne ? Notre proposition est la suivante : les croyances du marché sont une variable déterminante si, pour la même situation économique, les investisseurs exigent un taux d'intérêt différent : quand le marché est optimiste, l'écart de taux d'intérêt entre l'Allemagne et l'Espagne est plus bas que quand le marché est pessimiste.

Nos estimations confirment cette hypothèse pour un panel constitué de la Grèce, l'Irlande, l'Italie, l'Espagne et le Portugal : sans une modification notable de la situation économique, les écarts de taux d'intérêt ont augmenté soudainement à la suite d'un changement dans les croyances de marché.

La question suivante est de savoir où se forment ces croyances du marché. Nous avons testé plusieurs hypothèses. Finalement le marché des *Credit Default Swaps* (CDSs) joue ce rôle de catalyseur des sentiments de marché. Les CDS sont des produits d'assurance conçus par des banques à l'origine pour s'assurer contre l'éventualité de défaut d'un emprunteur. Un investisseur qui détient des obligations peut se protéger contre le non remboursement du titre à échéance en achetant

des *CDS* : il verse alors une prime régulière au vendeur qui s'engage à lui racheter ses obligations si l'emprunteur fait faillite. Toutefois, rapidement, le produit d'assurance est devenu un instrument de spéculation : une grande majorité des opérateurs qui achètent des *CDS* ne sont pas propriétaires d'une obligation associée (sous-jacente dans le jargon financier). En réalité ils s'en servent pour parier sur le défaut de l'emprunteur. C'est comme si les habitants d'une rue assuraient tous la même maison, sans y habiter, et espéraient qu'un incendie ait lieu.

Or nos résultats indiquent que c'est justement sur ce marché que se forment les croyances des investisseurs vis-à-vis de la dette d'un pays souverain. Dans un environnement rempli d'incertitudes et d'informations incomplètes, le marché des *CDSs* transmet un signal qui conduit les investisseurs à penser que d'autres investisseurs « savent quelque chose ». A situation économique égale, nos estimations indiquent que les investisseurs exigent un taux d'intérêt plus élevé quand les primes de *CDS* grimpent.

Pour résumer, certains pays européens sont soumis à des dynamiques spéculatives auto-réalisatrices. Un petit marché d'assurance joue un rôle déstabilisant car les investisseurs croient en l'information qu'il transmet. C'est inquiétant pour deux raisons. D'une part, nous l'avons dit, cet instrument, le *CDS*, est devenu un pur produit de spéculation. D'autre part, c'est un marché non réglementé, opaque et concentré. Autrement dit, tout pour favoriser des comportements abusifs... 90% des transactions sont réalisées entre les 15 plus grandes banques du monde (JP Morgan, Goldman Sachs, Deutsche Bank, etc.). et ces transactions se font de gré à gré, c'est-à-dire pas sur un marché organisé. Difficile de surveiller ce qui s'y tracte dans ces conditions...

Deux voies de réforme ont été adoptées en Europe cette année. D'une part l'interdiction d'acheter des *CDS* si on ne détient pas l'obligation sous-jacente. La loi entrera en vigueur en

novembre 2012 dans toute l'Union européenne. D'autre part, l'obligation de passer par un marché organisé pour donner de la transparence aux transactions. Malheureusement aucune de ces deux réformes n'est satisfaisante. Pourquoi ? La réponse au prochain post...

---

## **La stratégie européenne de réduction rapide des déficits publics est-elle la bonne ? \***

Par [Eric Heyer](#)

Dans l'absolu et au regard de la situation conjoncturelle, la réponse est clairement non ! Pourquoi ? Parce que de la même manière qu'un Plan de relance doit être mis en place lorsque la conjoncture se dégrade, pour lui venir en aide, la soutenir, une politique d'austérité doit être mise en place au moment où l'économie est sortie de la crise.

Or, tout nous laisse à penser, au regard des derniers chiffres économiques (croissance nulle au cours des trois derniers trimestres en France, hausse du chômage, ...) que nous ne sommes pas encore sortis de cette crise économique et que donc la politique d'austérité arrive trop tôt, qu'elle risque de rogner le peu de croissance qui reste et que donc elle retarde de quelques années la date de sortie de crise de notre économie.

Enfin, cette politique d'austérité que beaucoup considèrent comme sérieuse serait également très partielle et partielle et conduirait à un déséquilibre, à un déficit encore plus grave que le déficit public en démocratie, je veux parler

d'un déficit d'emploi qui induit un chômage de masse. Nous sommes donc en droit de nous demander si la priorité dans un pays aussi riche que la France est réellement de réduire les dépenses publiques au risque d'aggraver le sort des plus fragiles et de rendre encore plus difficile l'accès au marché du travail.

Si cette politique n'est pas adaptée, pourquoi donc le gouvernement français s'obstine-t-il dans cette voie ? Parce qu'il n'a malheureusement pas le choix et qu'il est pris au piège des marchés financiers et de l'orthodoxie de la Commission européenne.

La stratégie adoptée par Bruxelles en 2010 impose à l'ensemble des Etats membres de revenir coûte que coûte et très rapidement à l'équilibre budgétaire. Et la France s'est engagée à respecter cette forte contrainte.

Dans ces conditions, être le seul pays à ne pas respecter son engagement aurait des conséquences dramatiques pour l'économie française qui se traduiraient en autres choses par une hausse des taux d'intérêt sur la dette publique française et rendrait notre endettement encore moins soutenable.

D'où vient alors cette obsession de Bruxelles à réclamer des plans de rigueur ? Celle-ci est nourrie par l'idée que les dépenses publiques, quelle que soit la conjoncture, sont inefficaces et qu'il faut réduire à son stricte minimum le poids de l'Etat dans l'économie.

Elle vient aussi de ce que les dettes sont vues comme la conséquence d'un laxisme budgétaire, alors qu'elles sont en réalité la conséquence de la crise. Les caisses des Etats ont en effet été fortement mises à contribution depuis 2008 : il a d'abord fallu sauver le système financier en renflouant les banques, puis on lui a demandé de soutenir l'économie parce que les défaillances de la finance avaient sapé la croissance et réduit les rentrées fiscales à peau de chagrin.

Une solution existe, elle se situe au niveau européen et cela depuis le début du déclenchement de la crise financière : en tant que puissance politique et économique, l'Union dispose des outils pour contrer les attaques des spéculateurs et empêcher que ne s'enclenche cette spirale récessive.

Ces outils sont :

- Premièrement, une action monétaire commune, qui permettrait à la Banque centrale européenne (BCE) de racheter la dette des Etats attaqués\*\* ;
- Deuxièmement, une action budgétaire commune, c'est-à-dire la capacité des Etats membres à emprunter ensemble, autrement dit à la création d'eurobonds

Mais malheureusement la Constitution européenne en interdit explicitement l'usage, rendant inefficaces à terme les différentes tentatives européennes pour sortir de cette crise.

La seule solution viable passera par une révision de la constitution européenne, avec la création d'un gouvernement européen, d'eurobonds et d'un budget européen conséquent dont les ressources seraient assurées notamment par une taxe sur les transactions financières.

---

\* Ce texte est issu d'une série de chroniques réalisées par Eric Heyer sur France Culture dans « Les carnets de l'économie ». Il est possible de réécouter ces chroniques sur [France Culture](#)

\*\* Depuis cette chronique, la BCE s'est engagée à racheter sans limite la dette à court terme des Etats fragiles de la zone euro. Pour plus de détails sur ce programme de rachat de dette (OMT), le lecteur pourra se référer à ce [post](#).

---

# Amis des acronymes, voici venu l'OMT

par [Jérôme Creel](#) et [Xavier Timbeau](#)

Il y avait eu OMD, et son Orchestral Manœuvre in the Dark, nous voici maintenant avec Orchestral Manœuvre in the [liquidity] Trap, ou, plus précisément « Outright Monetary Transactions » ce qui, sans conteste, est plus clair. L'OMT est un dispositif potentiellement efficace qui donne à la BCE le moyen d'intervenir massivement sur la crise des dettes dans la zone euro pour limiter les écarts de taux d'intérêt sur les obligations publiques dans la zone euro. La possibilité d'une sortie de la zone euro d'un pays qui serait en opposition avec ses pairs est toujours possible, mais dans le cas où la volonté de préserver l'euro est partagée, la BCE peut intervenir et jouer un rôle comparable aux banques centrales des autres grands Etats. Beaucoup d'espoirs sont donc autorisés par cette porte ouverte vers une sortie de la crise des dettes souveraines en zone euro. Pour autant, certains éléments, comme la conditionnalité, pourraient vite poser problème.

OMT est tout simplement un programme de rachat de titres publics par la Banque centrale européenne, comme le SMP 1.0 (Securities Markets Programme) qu'il remplace, mais limité aux Etats qui seront sous programme du FESF/MES (Fonds européen de stabilité financière/Mécanisme européen de stabilité), bénéficiant donc d'une aide conditionnelle européenne. Ainsi, pour que la BCE intervienne, le pays concerné devra, d'une part, négocier un plan d'ajustement macroéconomique avec la Commission européenne et le Conseil Européen et l'appliquer. La BCE, potentiellement des membres du Parlement européen, ou

le FMI peuvent être de la partie (ces institutions – Commission, BCE et FMI – forment la Troïka des hommes en noir, célèbres et redoutés en Grèce). D'autre part, et surtout, ledit pays sera sous surveillance de la Troïka par la suite.

Aussi, si l'Italie et l'Espagne veulent bénéficier du rachat de leurs titres publics par la BCE, leurs gouvernements devront se soumettre à un plan d'ajustement du FESF ou du MES. Ceci n'impliquera pas nécessairement que le plan imposé sera plus drastique en termes d'austérité que celui que ces gouvernements avaient d'ores et déjà imaginé ou instauré (la pensée unique en matière de gestion des finances publiques est très contagieuse en Europe), mais obligera l'Italie et l'Espagne à se soumettre *ex ante* à un droit de regard extérieur sur le plan d'ajustement élaboré et *ex post* au contrôle de la Commission et du Conseil. Si les pays sous surveillance venaient à dévier *ex post* de l'application du plan d'ajustement, ils pourraient se soustraire au programme, certes, mais leurs obligations souveraines ne seraient plus absorbées dans le programme OMT. Ils perdraient le soutien de leurs pairs et devraient affronter les marchés financiers dans des conditions incertaines. Ce serait probablement le premier pas vers un défaut ou une sortie de l'euro.

Par ailleurs, la BCE ne s'est pas engagée à absorber *toutes* les obligations émises et dispose donc d'une réelle capacité de menace : si le pays fronde, il peut être obligé de faire face à des taux plus élevés. L'OMT introduit donc une carotte (faire baisser les taux) et un bâton (les laisser monter, vendre les obligations détenues en portefeuille par la BCE et donc pousser les taux à la hausse), et ce à chaque nouvelle émission. L'OMT s'apparente donc à une mise sous contrôle direct (la conditionnalité), avec sanction progressive et menace ultime (la sortie du programme).

La BCE indique que ses interventions couvriront principalement des titres à moyen terme (maturité entre 1 et 3 ans), sans pour autant exclure des maturités plus longues, et sans limite



quantitative. Notons que les émissions de court/moyen terme représentent *habituellement* une proportion faible des émissions totales, qui se font plutôt à 10 ans. Cependant, en cas de crise, l'intervention sur des maturités courtes constitue une bouffée d'oxygène, d'autant que les titres à 10 ans arrivant à échéance peuvent être refinancés par des titres à 3 ans. Cela donne des moyens de pression supplémentaires à la Troïka en termes de conditionnalité : l'engagement de l'OMT sur les titres n'est que de 3 ans et doit être éventuellement renouvelé au bout de 3 ans. Le soulagement financier pour les pays sous programme peut être appréciable à court terme. A titre d'exemple, l'Espagne, qui n'a pas encore franchi ce pas, aura émis en 2012 autour de 180 milliards d'euros de dette. Si l'OMT lui avait permis de réduire tout au long de l'année 2012 les taux souverains auxquels elle emprunte, le gain aurait été entre 7 et 9 milliards pour l'année 2012 (et aurait pu se répéter en 2013 et 2014 au moins). Ceci parce qu'au lieu d'emprunter à 10 ans au taux de 7%, l'Espagne aurait pu bénéficier des 2% auxquels la France emprunte à 10 ans ou, au lieu de 4,3% à 3 ans, l'Espagne aurait emprunté à 0,3% (le taux souverain de la France à 3 ans). C'est le gain maximal que l'on peut espérer de ce programme, mais il est conséquent : c'est approximativement l'équivalent de l'impact budgétaire de la récente hausse de TVA en Espagne (soit un peu moins d'un point de PIB espagnol). Cela ne changerait pas définitivement la situation budgétaire de l'Espagne mais cela mettrait fin à une absurdité complète qui conduit les Espagnols à devoir payer beaucoup plus cher leur dette pour compenser leurs créanciers d'un défaut qu'ils s'échinent à ne pas déclencher.

On peut même espérer (ce qui apparaît dans la détente des taux souverains espagnols de presque un point qui a suivi l'annonce de la BCE jeudi 6 septembre 2012, ou de celle de presque un demi point pour les taux italiens) que l'existence du dispositif, même si l'Espagne ou l'Italie n'y recourent pas (et ne se soumettent donc pas au contrôle) suffira à rassurer

les marchés, à les convaincre qu'il n'y aura ni défaut ni sortie de l'euro et que rien ne justifie donc une prime de risque.

La BCE a annoncé qu'elle allait mettre fin à son statut de créancier privilégié sur les titres publics. Cette disposition, censée réduire le risque pesant sur la BCE, conduisait à dégrader la qualité des titres détenus en dehors de la BCE et donc à réduire l'impact des interventions de la BCE sur les taux. En acquérant une obligation publique, la BCE reportait le risque sur les obligations détenues par le secteur privé, puisqu'en cas de défaut, elle était un créancier prioritaire passant avant les détenteurs privés d'obligations du même type.

La BCE précise que ses opérations dans le cadre de l'OMT seront intégralement stérilisées (l'impact sur la liquidité en circulation sera neutre), ce qui impliquerait, si cela était pris au mot, que d'autres types d'opérations (achats de titres privés, crédits aux banques) en soient réduits d'autant. Qu'en sera-t-il ? L'exemple du SMP 1.0 peut être mobilisé à ce sujet. Le SMP 1.0 était en effet lui aussi assorti d'une stérilisation. Cette stérilisation passait par des dépôts à court terme (1 semaine, au passif de la BCE), alloués pour un montant égal aux sommes engagées dans le SMP (209 milliards d'euros à ce jour, à l'actif de la BCE). Chaque semaine, la BCE collecte donc des dépôts à terme fixe mais court pour 209 milliards d'euros. Il s'agit donc d'une partie des dépôts des banques que la BCE affecte à l'instrument de stérilisation, sans que pour autant il y ait stérilisation *stricto sensu* (parce que cela n'empêche ni la hausse de la taille du bilan de la BCE ni ne réduit en soi la liquidité potentielle en circulation). La mention de la stérilisation dans l'OMT apparaît comme un effort de présentation pour tenter de convaincre certains Etats, tels l'Allemagne, que la politique monétaire ne sera pas inflationniste, et donc contraire au mandat que le Traité d'Union européenne lui a imposé.

Actuellement, et parce que la crise reste entière, les banques privées ont des dépôts importants auprès de la BCE (par peur de confier ces dépôts à d'autres institutions financières), ce qui lui confère une marge de manœuvre appréciable pour éviter que la stérilisation annoncée modifie la liquidité en circulation (il y a un peu plus de 300 milliards d'euros de dépôts auprès de la BCE qui ne sont pas mobilisés pour la stérilisation). Ensuite, la BCE peut probablement utiliser les comptes courants (en les bloquant pour une semaine), ce qui ne pose pas de difficulté puisque la BCE prête aux banques à guichet ouvert par le LTRO, sa politique de refinancement des banques à long terme. Au pire, la BCE perdrait de l'argent dans l'opération de stérilisation en cas d'écart de rémunération entre les dépôts à terme et les prêts consentis aux banques. La stérilisation pourrait donc conduire à cette comptabilité absurde, mais n'avoir, dans une situation de crise monétaire et financière aucune incidence sur la liquidité. En revanche, si la situation se normalise, la contrainte de stérilisation pèsera plus lourdement. Nous n'en sommes pas encore là mais quand nous y serons, la BCE devra limiter les crédits à l'économie ou accepter une hausse de la liquidité si l'OMT continue d'être mis en œuvre pour certains Etats membres de la zone euro.

Le marché qui est maintenant sur la table place aujourd'hui les pays de la zone euro dans un dilemme redoutable. D'un côté, l'acceptation du Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance de la zone euro (TSCG) conditionne l'éligibilité au FESF et au MES [\[1\]](#) et elle conditionne donc désormais l'éligibilité au programme OMT. Refuser de signer le traité budgétaire, c'est refuser par avance l'intervention potentielle de la BCE et donc accepter que la crise se prolonge jusqu'à l'éclatement de la zone euro ou jusqu'à un défaut dévastateur sur une dette souveraine. D'un autre côté, signer le traité, c'est accepter le principe d'une stratégie budgétaire restrictive sans discernement (la règle de réduction de la dette publique inscrite dans le TSCG

sera dévastatrice) qui va enclencher en zone euro une récession en 2012 et peut-être en 2013.

Signer le traité, c'est aussi relâcher la pression des marchés, mais pour s'en remettre uniquement à la Troïka et à la conviction infondée que les multiplicateurs budgétaires sont faibles, que les ménages européens sont ricardiens ou que la dette publique pèse toujours sur la croissance. Or, abaisser les taux d'intérêt souverains, et en particulier ceux de l'Italie ou de l'Espagne, procure une relative bulle d'oxygène. Mais le gain principal à abaisser ces taux consisterait à étaler la consolidation budgétaire sur une période de temps plus grande. Les taux d'intérêt donnent une valeur au temps et les baisser, c'est se donner plus de temps. Les dettes contractées à des taux réels négatifs ne sont pas des dettes ordinaires et ne sont pas les fardeaux que sont des dettes émises à des taux prohibitifs.

Trouver une nouvelle marge de manœuvre (l'OMT) pour se lier immédiatement les mains (le TSCG et l'aveuglement de la Troïka sur la stratégie budgétaire) serait un gâchis formidable. Seul un revirement dans la stratégie budgétaire permettrait d'exploiter la porte ouverte par la BCE. Bref, sauver l'euro ne servira à rien si on ne sauve pas d'abord l'Union européenne des conséquences sociales désastreuses de l'aveuglement budgétaire.

---

[\[1\]](#) Le paragraphe 5 du préambule au traité instituant le Mécanisme européen de stabilité précise : « Le présent traité et le TSCG sont complémentaires dans la promotion de la responsabilité budgétaire et de la solidarité au sein de l'Union économique et monétaire. Il est reconnu et convenu que l'octroi d'une assistance financière dans le cadre des nouveaux programmes en vertu du MES sera conditionné, à partir du 1<sup>er</sup> mars 2013, par la ratification du TSCG par l'État membre concerné et, à l'expiration de la période de transition visée

à l'article 3, paragraphe 2, du TSCG, par le respect des exigences dudit article. »

---

# La zone euro en crise : quelles perspectives pour la politique monétaire et les politiques budgétaires en Europe ?

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

Le 8 juin 2012, s'est tenue à Kiel la 9<sup>ème</sup> Conférence EUROFRAME[1] sur les questions de politique économique de l'Union Européenne. Son sujet était : « La zone euro en crise : quelles perspectives pour la politique monétaire et les politiques budgétaires en Europe ? ». La conférence a, bien sûr, été dominée par la question de la crise des dettes publiques de pays de la zone euro. Comment est-on arrivé à cette situation ? Faut-il incriminer des erreurs des politiques économiques nationales ? Faut-il mettre en cause la mauvaise organisation de la zone euro ?

Plusieurs lignes de fracture sont apparues (cf. aussi la [Note](#) associée) :

– pour les uns, ce sont des politiques nationales irresponsables qui sont la cause des déséquilibres : les pays du Sud ont laissé se développer des bulles immobilières et salariales tandis que les pays du Nord pratiquaient des politiques vertueuses d'austérité salariale et de réformes

structurelles. Les pays du Sud doivent donc adopter la stratégie des pays du Nord et accepter une longue cure d'austérité. Pour les autres, la monnaie unique a permis le développement de déséquilibres jumeaux et opposés : trop d'austérité au Nord, trop de hausses de salaires au Sud ; il faut une convergence où la relance au Nord facilite la résorption des déséquilibres extérieurs au Sud.

– Pour les uns, chaque pays doit mettre en œuvre des politiques alliant consolidation budgétaire et réformes structurelles. Pour les autres, il faut une stratégie de croissance à l'échelle de l'UE (en particulier par le financement de la transition écologique) et une garantie des dettes publiques pour faire converger les taux d'intérêt nationaux vers le bas.

– Pour les uns, toute nouvelle solidarité suppose le développement d'une Union budgétaire, ce qui signifie la mise en place des règles contraignantes inscrites dans le Pacte budgétaire ; pour les autres, il faut une coordination ouverte des politiques économiques, sans normes préétablies.

Nous proposons un compte-rendu assorti de brefs commentaires [\[2\]](#) dans une [Note](#) longue.

---

[\[1\]](#) [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), NIESR (Royaume-Uni).

[\[2\]](#) La plupart des articles sont disponibles sur : <http://www.euroframe.org/index.php?id=7>. Une sélection d'articles sera publiée dans un numéro de la *Revue de l'OFCE*, collection « Débats et Politiques », à paraître fin 2012. Le présent compte-rendu n'engage que ses auteurs.