

Réduire les divergences en zone euro en régulant les cycles financiers

La zone euro souffre de divergences économiques et financières entre ses membres. La politique monétaire ne peut pas y remédier, puisqu'elle est unique, donc calibrée et menée pour la moyenne de la zone. Elle peut même les accroître en agissant seule, sans autre levier de politique économique pour la compléter. Cela rend urgent un nouveau *policy mix* en zone euro, qui prenne en compte le fait que la zone est hétérogène et soumise à des cycles financiers peu synchrones. Rechercher la stabilité économique par la stabilité financière est possible dans le cadre de la politique macroprudentielle, dont l'action contracyclique peut-être calibrée par pays, tout en étant coordonnée au niveau de la zone par une institution déjà en place, le Conseil européen du risque systémique¹. La zone euro se trouverait ainsi dotée de l'instrument d'ajustement macro-conjoncturel qui lui fait tant défaut depuis ses débuts.

■ Une zone euro hétérogène

Le traité de Maastricht en 1992 avait fait de la convergence un préalable à l'adoption de la monnaie unique, à partir de critères que les États candidats à l'entrée dans la zone euro devaient remplir pour être qualifiés. Ces critères, tout particulièrement ceux relatifs au déficit et à la dette publics, ont été conservés. Pour autant, outre des sanctions rarement appliquées, aucun instrument d'ajustement aux divergences éventuelles n'a été prévu. Le pari d'une résorption spontanée des divergences constitue le péché originel de la zone euro. L'hétérogénéité des situations macro-économiques des pays membres de la zone euro s'est de fait accrue après l'introduction de la monnaie unique en 1999.

Les excédents courants des pays du cœur de la zone euro comparés aux déficits (ou aux très faibles excédents au cours des années récentes) des pays dits de la périphérie sont une illustration, parmi beaucoup d'autres possibles, de ces écarts qui s'expriment au niveau économique (écarts de croissance du PIB, de taux de chômage...) autant que financier (écarts entre les taux d'emprunts publics, les taux des crédits au secteur privé...).

En l'absence d'instrument d'ajustement à des conditions (ou à des chocs) asymétriques, ces divergences persistent. Les artisans de la zone euro n'ont guère entendu à cet égard

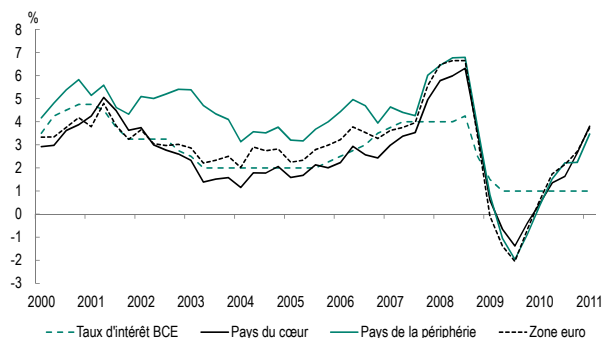
les théoriciens des zones monétaires optimales (ZMO). À la suite du Canadien Robert Mundell, ceux-ci enseignent depuis longtemps qu'une ZMO rassemble des régions qui ont intérêt à adopter une monnaie unique car elles disposent d'instruments pour gérer des chocs asymétriques aussi bien sinon mieux qu'avec les variations du taux de change. De quels instruments s'agit-il ? En théorie, d'une main-d'œuvre suffisamment mobile. Problème, elle l'est peu au sein de l'espace européen. Ce peut être aussi un budget commun servant à effectuer des transferts entre les régions. Problème, le budget de l'Union européenne ne dépasse pas 1 % du PIB de l'UE ; en baisse depuis 1999, il est largement absorbé par la politique agricole commune. Ce peut être aussi, en théorie, des transferts de capitaux privés des régions à capacité de financement vers celles à besoin de financement. Autre problème à ce niveau toutefois : loin d'avoir favorisé la convergence, l'intégration financière de la zone a plutôt creusé les déséquilibres (bulles immobilières en Irlande, en Espagne, expansion des secteurs immobiliers, de la distribution au détriment de secteurs plus productifs). Bref, la zone euro n'est pas une ZMO et ne s'est pas dotée des instruments pour le devenir. Disposant seulement de la politique monétaire unique, conçue pour gérer des conditions ou chocs symétriques, elle est totalement démunie face à des conditions ou chocs asymétriques.

1. Cette *Lettre* s'appuie sur un Rapport pour le Parlement européen (Direction générale des politiques internes & Unité d'assistance à la gouvernance économique) publié en mai 2017 : J. Coupepy-Soubeyran & S. Dehmej, « Le rôle de la politique macroprudentielle dans la prévention et la correction des divergences au sein de la zone euro », http://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=IPOL_STU%282017%29602073

■ La politique monétaire unique, démunie face aux divergences

La politique monétaire de la zone euro est conduite et calibrée pour la moyenne de la zone. Depuis ses débuts en 1999, cela convient plutôt bien aux pays qui ne sont pas trop éloignés de cette moyenne, beaucoup moins à ceux qui en sont loin. L'ajustement macro-conjoncturel recherché par la Banque centrale européenne (BCE), au cours de la décennie qui a précédé la crise de 2007-2008, est assez proche de celui prescrit par une règle de Taylor² standard : la BCE observait l'écart à sa cible d'inflation (2 %) et celui à la production potentielle pour fixer son taux directeur. Un exercice contrefactuel simple³ permet de le vérifier et d'évaluer dans le même temps le degré d'ajustement de la politique monétaire unique à la situation différenciée des pays de la zone euro. Cet exercice consiste à calculer l'écart entre le taux d'intérêt directeur observé au cours de la période considérée (ici 1999-2012) et le taux d'intérêt qui aurait correspondu à une règle de Taylor standard définie 1) pour la zone dans son ensemble, 2) pour les pays du cœur (Allemagne, Autriche, Finlande, France, Pays-Bas), 3) pour ceux de la périphérie (Espagne, Grèce, Irlande, Italie, Portugal). Ces écarts (Graphique 1) montrent que, jusqu'à la crise financière de 2007-2008, la politique monétaire de la BCE convenait assez bien aux pays du cœur de la zone euro, mais était trop accommodante pour ceux de la périphérie. À tout le moins, la

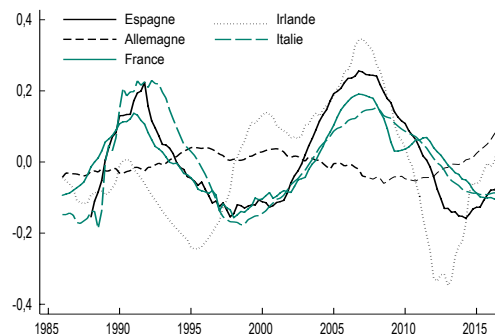
Graphique 1 – Taux directeur de la BCE et taux de Taylor calculés pour l'ensemble de la zone euro, le cœur et la périphérie



Note : les taux de Taylor correspondent aux taux prescrits par une règle de Taylor standard en réponse aux conditions macroéconomiques (écart à la cible d'inflation et à la production potentielle) du groupe de pays en question. Il en ressort que, en moyenne avant la crise de 2007, pour répondre aux conditions macroéconomiques dans la périphérie, la BCE aurait dû fixer un taux d'intérêt supérieur de 1 p.p. à celui fixé pour la zone euro dans son ensemble.

Source : Couppey-Soubeyran et Dehmej (2016).

Graphique 2 – Cycles immobiliers dans la zone euro



Note : Logarithme du prix réel de l'immobilier. Séries filtrées pour extraire une fréquence de moyen-long terme (filtre HP paramétré à 100 000).

Source : Grjebine (2016), « Finance et croissance : des liaisons dangereuses ? », Club du CEPIL, 29 juin 2016.

politique monétaire unique ne correspondait pas à l'ajustement macro-conjoncturel qu'une règle de Taylor aurait visé pour chaque sous-ensemble.

Dans les pays de la périphérie, le désajustement entre taux d'intérêt unique et situation macro-conjoncturelle a fortement contribué au développement de déséquilibres financiers. Les taux trop bas du point de vue des pays de la périphérie ont encouragé un emballement du crédit dans ces pays, financé par des capitaux en provenance des pays du cœur, entraînant une mésallocation du capital bien plus qu'un rattrapage, ainsi que la formation chez certains d'entre eux d'une bulle immobilière.

La situation eut-elle été meilleure si la BCE avait tenu compte (en plus de l'écart d'inflation et de l'écart de production) d'un écart financier moyen⁴ de la zone pour fixer son taux directeur ? *A priori* pas du tout, dans la mesure où les écarts de cycles financiers au sein de la zone sont encore plus importants que ceux des cycles des affaires. Il y a là deux aspects importants à considérer : d'une part, le cycle financier déborde largement par sa plus grande amplitude et sa moindre fréquence le cycle des affaires, ainsi que le renseignent régulièrement les travaux conduits par Claudio Borio⁵ à la Banque des règlements internationaux ; d'autre part, les cycles financiers sont peu synchrones au sein de la zone euro⁶. Le cycle immobilier, auquel le cycle financier ne se réduit pas, mais qui en est une des dimensions importantes, l'illustre bien (graphique 2) : le cycle immobilier allemand est en total décalage avec ceux des autres pays représentés et les décalages sont importants même entre les pays où les emballements financiers (du crédit notamment) ont été les plus forts (en Espagne et en Irlande).

2. Du nom de l'économiste John B. Taylor et du travail empirique qu'il a réalisé sur la politique monétaire de la Réserve fédérale américaine (voir « Discretion Versus Policy Rules in Practice », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1993, n° 39).

3. Voir J. Couppey-Soubeyran & S. Dehmej (2016), « Pour une combinaison politique monétaire / politique macroprudentielle au service de la stabilité économique et financière de la zone euro », *Revue d'économie politique*, 2016/1 (vol. 126).

4. Dans les travaux récents, l'écart à une cible financière qui peut être ajouté dans la règle de Taylor prend des formes variées (cf. B. Käfer (2014), « The Taylor Rule and Financial Stability – A Literature Review with Application for the Eurozone », *Review of Economics*, vol. 65, n° 2, pp. 159-192) : la cible peut être exprimée en termes de crédits au secteur privé, de crédits immobiliers, de prix d'actifs ou d'un indicateur financier synthétique, et l'écart peut être mesuré par rapport à l'historique de la série ou en comparant la croissance en glissement annuel de la cible financière à la croissance économique.

5. C. Borio (2014), « The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? », *Journal of Banking & Finance* 45, 182-198.

6. Voir pour une représentation des cycles financiers des pays de la zone euro M. Aglietta & T. Brand (2015), « La stagnation séculaire dans les cycles financiers de longue période », *L'économie mondiale 2016*, Ed. la Découverte. Voir aussi H. Stremmel (2015), « Capturing The Financial Cycle in Europe », *ECB Working Paper Series*, n° 1811, juin. Ou encore Deutsche Bundesbank (2015), « The importance of macroprudential policy for monetary policy », *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, 39, mars.

L'ampleur du cycle financier n'est pas sans incidence sur la nature des déséquilibres : les déséquilibres ne sont pas seulement économiques, ils sont aussi financiers, les premiers pouvant prendre racine dans les seconds, les deux ensuite s'entretenant mutuellement. Quant à la non-synchronicité des cycles financiers au sein de la zone euro, elle implique qu'une action de prévention des déséquilibres financiers ne peut aboutir que si elle est calibrée à l'échelle d'un ou quelques pays présentant un cycle suffisamment synchrone.

■ **Rebâtir le *policy mix* de la zone euro autour de la prévention des déséquilibres financiers**

Que la politique monétaire unique, pratiquement le seul instrument dédié à l'ajustement macro-conjoncturel de la zone, ait contribué aux divergences intra-zone ne signifie pas qu'il faille y renoncer. Mais cela rend urgent de la compléter par un instrument d'ajustement macro-conjoncturel adapté aux situations asymétriques des pays membres et qui tienne compte de la nature financière des déséquilibres.

Une action macroprudentielle de régulation du cycle financier

Comment donc compléter la politique monétaire unique ? On peut d'abord penser à des instruments budgétaires nationaux. Combinés à la politique monétaire unique, ils auraient été fort utiles pour réagir à la crise financière de 2007-2008, dans la phase descendante du cycle. Mais c'est dans la phase ascendante que les risques se prennent et que les déséquilibres se forment, déséquilibres qui, étant donné le poids du secteur bancaire et financier⁷, sont souvent financiers avant d'être économiques. La politique budgétaire ne peut pas grand chose contre cela, ou à tout le moins ne suffit pas⁸. En revanche, il est possible de mieux prévenir la formation de ces déséquilibres financiers dans le cadre d'une action de régulation du cycle financier, qui constitue le volet contracyclique de la politique macroprudentielle.

Cette dernière a une modularité que la politique monétaire unique n'a pas. Elle peut en effet être menée à plusieurs échelles : celle de la zone, mais aussi celles des pays membres, voire plus finement encore à une échelle sectorielle (comme le secteur immobilier pour empêcher dans la phase ascendante du cycle un emballement du crédit immobilier aujourd'hui analysé comme l'un des principaux facteurs déclencheurs de crise systémique⁹). En l'occurrence, étant donné la forte disparité des cycles financiers entre les pays membres de la zone euro, c'est à l'échelle de chaque pays que son action doit être calibrée.

calibrée pour chaque pays membre

Concrètement, il est possible de moduler à des niveaux ajustés à chaque pays les exigences envers les emprunteurs en termes d'apports (loan to value – LTV), de revenus (loan to income – LTI), ou encore de charge de la dette rapportée au revenu (debt services to income – DSTI) pour tempérer, par exemple, la demande de crédit immobilier. Il est également possible d'ajuster en fonction de la position dans le cycle financier de chaque pays les exigences de fonds propres des groupes bancaires pour réguler l'offre de crédit (coussins contracycliques issus de Bâle 3). L'important d'ailleurs, pour prévenir efficacement un emballement du crédit (ou de l'immobilier ou bien encore des prix d'actifs), est d'agir conjointement, et dans le même sens, du côté de l'offre et de la demande (ici de crédit). Mais aussi d'agir à la fois sur les encours et sur les flux de crédits (ou autres expositions financières). En cela, les ratios LTV, LTI, DSTI qui agissent sur les flux d'expositions sont complémentaires des coussins contracycliques de fonds propres qui eux sont en rapport avec les encours d'exposition.

coordonnée au niveau de la zone euro

La responsabilité de ces instruments incombe aujourd'hui à des institutions différentes d'un pays à l'autre, tantôt du ressort du superviseur bancaire, tantôt du ministère des Finances, tantôt des banques elles-mêmes. Aussi importe-t-il de la transférer aux autorités macroprudentielles.

Calibrer l'action macroprudentielle contracyclique ne signifie pas de laisser chaque pays décider de l'ajustement à opérer pour tempérer son cycle financier. Pour éviter la moins-disance réglementaire des autorités nationales, l'arbitrage réglementaire des banques et une trop faible coordination entre États-membres, c'est au niveau européen qu'elle doit être menée. L'institution capable de conduire cette action et de la coordonner au niveau national existe déjà : le conseil de stabilité financière ou ESRB (European Systemic Risk Board) est « chargé depuis le 1^{er} janvier 2011 de surveiller et d'analyser les risques qui pèsent sur la stabilité du système financier dans son ensemble », mais ses pouvoirs humains, financiers et son autorité restent à renforcer.

associée à la responsabilité de la BCE vis-à-vis des groupes bancaires systémiques

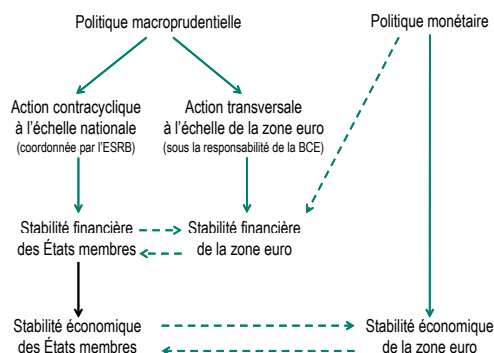
La BCE a également un rôle à jouer dans la prévention des déséquilibres financiers de la zone euro, non pas pour mener cette action macroprudentielle contracyclique, mais pour renforcer la résilience des établissements systémiques, c'est-à-dire éviter que leurs difficultés ne se transforment en choc systémique. L'action macroprudentielle comprend en effet deux volets, chacun dédié à l'une des deux dimensions du risque systémique, qu'elle a pour

7. Le poids du secteur bancaire est très élevé dans les économies de la zone euro comme dans l'ensemble de l'Union européenne : le total des actifs bancaires y représente plus de 3,5 fois le produit intérieur brut, bien plus qu'au Japon, 1,8 fois, et qu'aux États-Unis 1,2 fois (cf. S. Langfield & M. Pagano (2015), « Bank bias in Europe: effects on systemic risk and growth », European Central Bank, *Working Papers Series* n° 1797, mai), avec de grands écarts d'un pays à l'autre (2,6 fois en Italie, un peu moins de 3,5 fois en Espagne et en Allemagne, 4 fois en France, ou encore 24 fois au Luxembourg, cf. Rapport Liikanen 2012).

8. Cf. P. Martin & T. Philippon (2017), « Inspecting the Mechanism: Leverage and the Great Recession in the Eurozone », *The American Economic Review*, 107(7): 1904-37.

9. Voir M. Schularick & A. Taylor (2012), « Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008 », *The American Economic Review*, 102, 1029-1061.

Schéma 1 – Combiner la politique monétaire et la politique macroprudentielle en zone euro



Source : Coupey-Soubeyran et Dehmej (2017).

objectif ultime de prévenir : la première dimension (temporelle) se rapporte à la formation du risque systémique dans le temps à travers le cycle financier ; la seconde dimension est transversale et se rapporte à la répartition du risque systémique entre les acteurs du système.

À chacune de ses deux dimensions correspond un sous-ensemble d'instruments : ceux agissant sur le cycle financier (action contracyclique) évoqués précédemment et ceux agissant sur la résilience des groupes systémiques (action transversale). C'est à ce second niveau que la BCE a un rôle à jouer dans la politique macroprudentielle, comme elle a commencé à le faire, puisque que dans le cadre de l'Union bancaire lui a été confiée la mission de superviser les banques dites d'importance de la zone euro. Ce qui au départ pouvait être vu comme une limite de l'Union bancaire, dont on aurait pu attendre *a priori* qu'elle s'étende à l'ensemble des banques européennes, peut finalement placer d'emblée la BCE dans le volet transversal de la politique macroprudentielle.

La zone euro dispose ainsi déjà de deux institutions, la BCE et l'ESRB, à même de constituer les deux piliers institutionnels de l'action macroprudentielle. En tant que superviseur unique des banques d'importance de la zone euro, la BCE peut conduire l'action macroprudentielle transversale à l'échelle de la zone euro. Tandis que l'ESRB, en coordonnant son action à celle de la BCE et

à celle des autorités macroprudentielles nationales, peut prendre en charge l'action contracyclique calibrée à l'échelle nationale.

Au niveau institutionnel comme à celui des instruments, pratiquement tout existe déjà pour rebâtir le *policy mix* de la zone euro autour d'une prévention des déséquilibres financiers qui, en agissant sur la stabilité financière de chacun des États membres, agirait aussi sur leur stabilité économique et celle de la zone dans son ensemble (schéma 1). La politique monétaire serait ainsi complétée par l'instrument d'ajustement macro-conjoncturel qui fait tant défaut à la zone euro depuis ses débuts et sans lequel la divergence s'est accrue en son sein. Cela ne transformerait évidemment pas d'un coup d'un seul la zone euro en ZMO, mais en ferait certainement un espace de moindres divergences.

Le contexte institutionnel est même plutôt porteur pour y parvenir. L'Union bancaire a, en effet, déjà posé les bases de l'action macroprudentielle transversale impliquant la BCE et le Brexit appelle des changements institutionnels dont certains concerneront l'EBA (l'Autorité bancaire européenne jusqu'ici localisée à Londres et bientôt relocalisée à Paris) et l'ESRB, fournissant par là même l'occasion d'en renforcer les responsabilités en matière macroprudentielle. Les obstacles à sa mise en œuvre sont d'un autre ordre. Ils tiennent à la conception même de la politique prudentielle, de nature essentiellement *microprudentielle* (ratios standard de fonds propres notamment). L'action *macroprudentielle* n'est pas encore perçue par les décideurs publics comme son indispensable complément. Ainsi qu'à l'état d'esprit qui prévaut en ce qui concerne la régulation financière, encore trop souvent perçue comme un frein à la croissance, alors que ce sont, au contraire, les excès de la finance qui, par l'instabilité qu'ils engendrent, compromettent la croissance et sa soutenabilité.

Jézabel Coupey-Soubeyran & Salim Dehmej*
jezabel.coupey-soubeyran@cepil.fr

* Jézabel Coupey-Soubeyran est maître de conférences à l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne et conseillère éditoriale au CEPIL. Salim Dehmej est économiste au Département de la Recherche de la Bank Al-Maghrib.

La Lettre du

CEPIL

© CEPIL, PARIS, 2017

RÉDACTION :
 Centre d'études prospectives
 et d'informations internationales
 113, rue de Grenelle
 75700 Paris SP 07

Tél. : 01 53 68 55 00
www.cepil.fr

DIRECTEUR DE LA PUBLICATION :
 Sébastien Jean

RÉDACTION EN CHEF :
 Jézabel Coupey-Soubeyran
 & Sophie Piton

RÉALISATION :
 Laure Boivin

La Lettre du CEPIL
 est disponible en version électronique
 à l'adresse :
<http://www.cepil.fr/LaLettreDuCEPIL>

Pour être informé de chaque nouvelle parution,
 s'inscrire à l'adresse :
<http://www.cepil.fr/Resterinforme>

ISSN 0243-1947 (imprimé)
 ISSN 2493-3813 (en ligne)
 CCP n° 1462 AD

Novembre 2017
 Imprimé en France par le CGSP
 Service Reprographie

Cette lettre est publiée sous la
 responsabilité de la direction du CEPIL.
 Les opinions qui y sont exprimées sont
 celles des auteurs.

RECHERCHE ET EXPERTISE
 SUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

