

L'introduction officielle de l'euro en Lituanie : cela ne change vraiment rien ?

[Sandrine Levasseur](#)

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

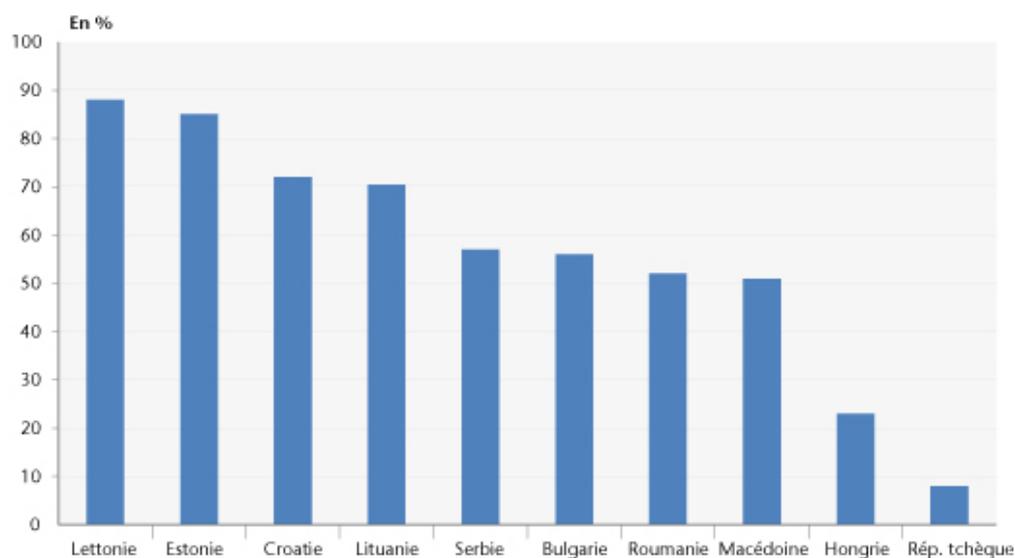
L'utilisation de l'euro en Lituanie, conjointement à la monnaie nationale, comme monnaie de libellé des prêts, comme support d'épargne ou encore comme monnaie de facturation, n'est ni une anomalie ni une anecdote : elle concerne ou a concerné un certain nombre de pays de l'ancien bloc communiste. Cette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

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

Si on exclut les principautés, îles et Etats qui ont négocié l'adoption de l'euro avec les instances européennes mais sans pour autant adhérer à l'Union européenne (Andorre, Saint Marin, Vatican etc.) ou les pays qui ont adopté l'euro de

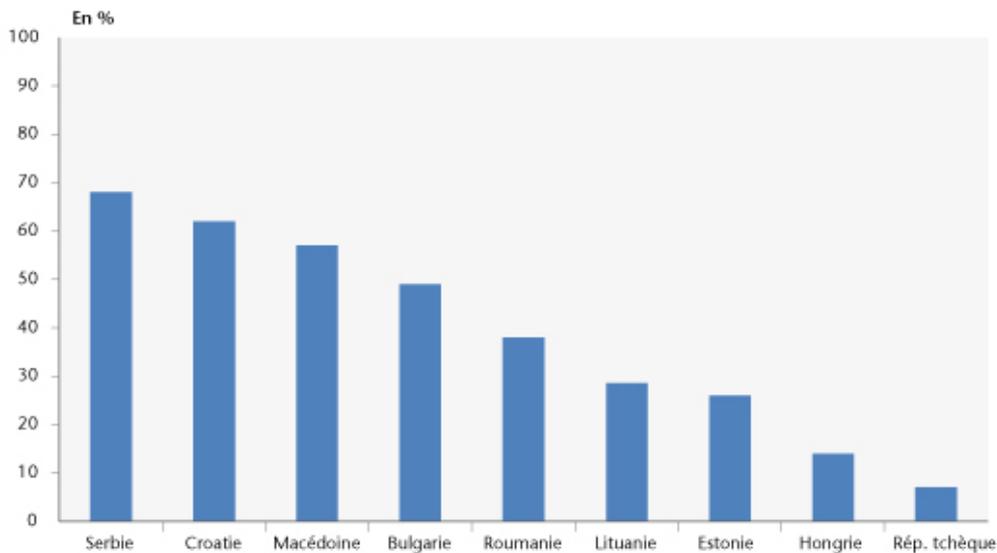
manière unilatérale (Kosovo et Monténégro), il reste tout un ensemble de pays qui utilise l'euro conjointement à leur propre monnaie. Ces pays sont très majoritairement des pays d'Europe centrale ou orientale, des Balkans ou encore de la Communauté des Etats indépendants (CEI). Ainsi, en 2009, soit avant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

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



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

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

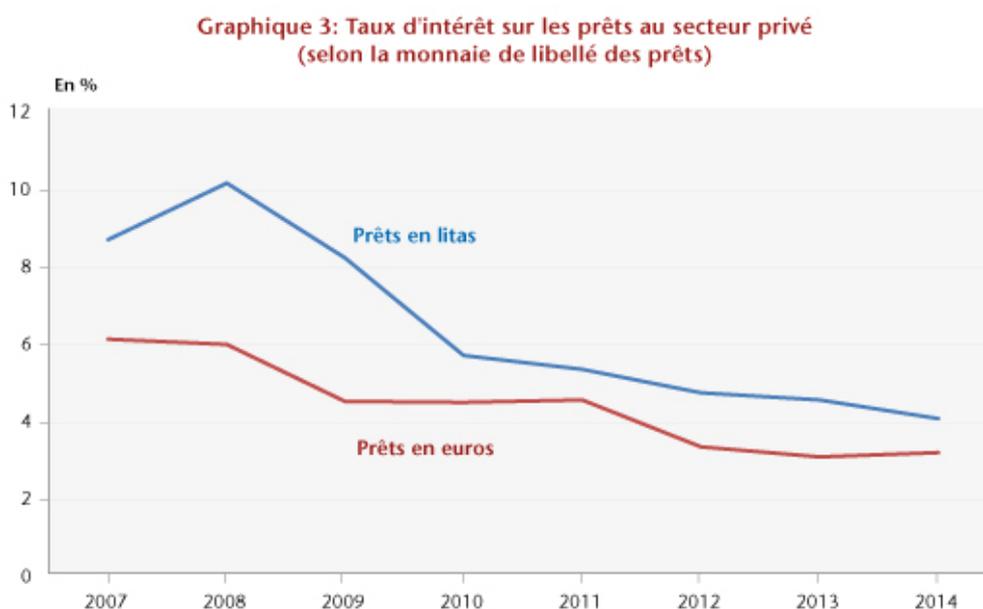


Source : [Arregui et Bi \(2012, p.15\)](#).

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

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

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



Source: Banque centrale de Lituanie.

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

Quatre changements peuvent être mis en avant :

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Austérité et pouvoir d'achat en France

par [Mathieu Plane](#)

La France mène-t-elle une politique d'austérité ? Comment la mesurer ? Cette question qui alimente régulièrement le débat public ne semble pas avoir été tranchée. Pour de nombreux observateurs, la relative bonne tenue de la dynamique salariale révélerait que la France n'a pas pratiqué une politique d'austérité, contrairement à [certains voisins du Sud de l'Europe, notamment l'Espagne et la Grèce où les coûts salariaux nominaux ont reculé](#). Pour d'autres, la France ne peut avoir pratiqué de politique d'austérité puisque les dépenses publiques ont continué à augmenter depuis le début de la crise^[1]. Les 50 milliards d'économies sur la période 2015-17 annoncées par le gouvernement seraient donc le début seulement du tournant de la rigueur.

Enfin, si l'on s'en tient aux règles budgétaires issues du Pacte de stabilité et de croissance, le degré de restriction ou d'expansion d'une politique budgétaire peut se mesurer à la variation du solde structurel primaire, appelée également impulsion budgétaire. Cette impulsion englobe d'un côté les efforts réalisés en matière de dépense publique primaire (c'est-à-dire hors charges d'intérêts) au regard de l'évolution du PIB potentiel, et de l'autre côté les variations de prélèvements obligatoires en points de PIB. Ainsi, sur la période 2011-13, le solde structurel primaire de la France s'est-il amélioré de 2,5 points de PIB selon l'OCDE, de 2,7 points selon la Commission européenne et de 3,5 points selon l'OFCE. S'il existe un écart significatif quant à la mesure de l'austérité budgétaire sur cette période, il n'en

reste pas moins que celle-ci aurait représenté, selon la méthode de calcul, entre 55 et 75 milliards d'euros sur trois ans[2].

Une toute autre façon de mesurer l'ampleur de l'austérité budgétaire consiste à regarder l'évolution des composantes du pouvoir d'achat des ménages. En effet, le pouvoir d'achat permet d'identifier les canaux de transmission de l'austérité, que ce soit par le biais des revenus du travail ou du capital, des prestations sociales ou des prélèvements pesant sur les ménages[3]. Or, les évolutions des composantes du revenu montrent qu'il y a clairement un avant et un après crise en termes de dynamique du pouvoir d'achat par ménage.

Sur la période 2000-2007, le pouvoir d'achat a augmenté de plus de 4 000 euros par ménage...

Cela correspond à une hausse moyenne d'environ 500 euros par an par ménage[4] (tableau) sur les huit années précédant la crise des *subprimes*, soit un rythme de progression de 1,1 % par an. Du côté des ressources, soutenus par la création de plus de 2 millions d'emplois en équivalent temps plein sur la période 2000-2007, les revenus réels du travail par ménage (qui comprennent l'excédent brut d'exploitation des indépendants) ont augmenté de 0,9 % en moyenne par an. Mais ce sont surtout les revenus réels du capital par ménage (qui intègre les loyers « fictifs » des ménages occupant le logement dont ils sont propriétaires) qui ont connu une forte hausse sur cette période, augmentant deux fois plus vite (1,7 % en moyenne par an) que les revenus réels du travail. Quant aux prestations sociales en espèces, elles ont augmenté de 1 % en moyenne en réel sur cette période, soit un rythme équivalent à l'ensemble des ressources. Du côté des charges, les prélèvements fiscaux et sociaux de 2000 à 2007 ont contribué à réduire le pouvoir d'achat par ménage de 0,9 point par an, ce qui correspond à environ 100 euros en moyenne par an. La hausse des prélèvements s'explique à 85 % par les cotisations sociales (salariées et indépendants), notamment en

raison des hausses des taux de cotisations liées à la réforme des retraites. Les impôts sur le revenu et le patrimoine n'ont en effet contribué qu'à diminuer de 14 euros par an le pouvoir d'achat par ménage, et ce malgré la forte augmentation des revenus du capital et des prix des actifs immobiliers sur la période 2000-2007. Sur cette période, les impôts sur les ménages déflatés des prix à la consommation ont augmenté de moins de 2 % alors que les ressources réelles des ménages ont cru de près de 9 % et les revenus réels du capital de 14 %.

La baisse de l'impôt sur le revenu, qui a débuté sous le gouvernement Jospin, puis a été poursuivie par Jacques Chirac lors de son second mandat, explique en grande partie le fait que les impôts aient très peu pesé sur le pouvoir d'achat au cours de cette période.

Variation des composantes du pouvoir d'achat par ménage (en euros de 2013)

| | | Revenus du travail (y.c. EBE des EI)* | Revenus du capital (y.c. loyers implicites**) | Prestations sociales en espèces | Autres ressources | Total ressources | Impôts sur le revenu et le patrimoine | Cotisations sociales (salariées et non salariées) | Total charges | Pouvoir d'achat par ménage |
|----------------------------|-----------|---------------------------------------|-----------------------------------------------|---------------------------------|-------------------|------------------|---------------------------------------|---------------------------------------------------|---------------|----------------------------|
| Variation cumulée | 2000-2007 | 2283 | 1376 | 1120 | 34 | 4814 | -110 | -668 | -778 | 4036 |
| | 2008-2015 | -1059 | -911 | 1502 | -61 | -529 | -785 | -318 | -1102 | -1631 |
| | dont : | | | | | | | | | |
| | 2008-10 | -293 | -613 | 1021 | -1 | 114 | 36 | -36 | 0 | 114 |
| | 2011-13 | -680 | -314 | 355 | -60 | -699 | -789 | -143 | -932 | -1631 |
| | 2014-15 | -85 | 16 | 125 | 0 | 56 | -31 | -139 | -170 | -114 |
| Variation annuelle moyenne | 2000-2007 | 285 | 172 | 140 | 4 | 602 | -14 | -83 | -97 | 504 |
| | 2008-2015 | -151 | -130 | 215 | -9 | -76 | -112 | -45 | -157 | -233 |
| | dont : | | | | | | | | | |
| | 2008-10 | -98 | -204 | 340 | 0 | 38 | 12 | -12 | 0 | 38 |
| | 2011-13 | -227 | -105 | 118 | -20 | -233 | -263 | -48 | -311 | -544 |
| | 2014-15 | -43 | 8 | 63 | 0 | 28 | -16 | -69 | -85 | -57 |

*EBE des EI = Excédent Brut d'Exploitation des Entrepreneurs Individuels.

** La notion de « loyer fictif » ou « loyer implicite » recouvre le service de location que se rendent à eux-mêmes les propriétaires de leur logement : à savoir, les loyers que les propriétaires auraient à payer s'ils étaient locataires du logement qu'ils habitent.

Sources : Insee comptes nationaux, calculs auteur, PLF 2015.

...mais sur la période 2008-2015, le pouvoir d'achat par ménage baisserait de plus de 1 600 euros

La crise marque un tournant brutal par rapport aux tendances passées. En effet, sur la période 2008-2015, le pouvoir d'achat par ménage baisserait, en moyenne, de près de 1 630 euros, soit 230 euros par an.

Sur les huit années depuis le début de crise, nous pouvons distinguer trois sous-périodes :

– La première de 2008 à 2010, qui fait suite à la crise des *subprimes* et la faillite de Lehman Brothers, se caractérise par une relativement forte résistance du pouvoir d'achat par ménage, qui a augmenté de près de 40 euros par an en moyenne, et ce malgré la perte de 250 000 emplois sur cette période et la forte baisse des revenus du capital (200 euros en moyenne par an par ménage). D'une part, la forte baisse des prix du pétrole à partir de la mi-2008 a eu pour effet de soutenir le revenu réel, notamment les salaires réels qui ont augmenté de 0,9 % en moyenne annuelle. D'autre part, le plan de relance et les amortisseurs sociaux du système social français ont joué leur rôle contra-cyclique en préservant le pouvoir d'achat moyen avec une forte hausse des prestations sociales en nature (+340 euros en moyenne par an par ménage) et une contribution légèrement positive des impôts au pouvoir d'achat.

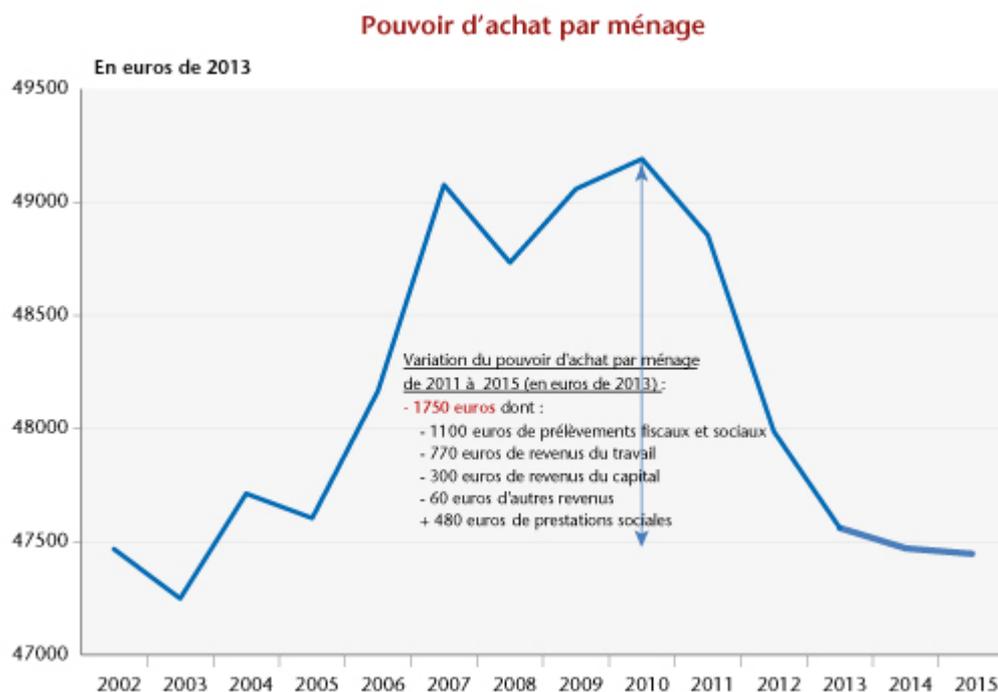
– La seconde période, de 2011 à 2013, est marquée par une très forte consolidation budgétaire, période durant laquelle les prélèvements obligatoires vont augmenter d'environ 70 milliards d'euros en trois ans avec un impact massif sur le pouvoir d'achat. En effet, la hausse des prélèvements fiscaux et sociaux ont amputé le pouvoir d'achat de 930 euros par ménage, soit plus de 300 euros en moyenne par an. Par ailleurs, la très faible augmentation de l'emploi (+32 000) et la stagnation des salaires réels ont contribué, sous l'effet de la hausse du nombre de ménages (+0,9 % par an), à réduire les revenus réels du travail par ménage de près de 230 euros par an. De plus, les revenus réels du capital par ménage ont continué à contribuer négativement au pouvoir d'achat de 2011 à 2013 (-105 euros en moyenne par an par ménage). Enfin, bien qu'en ralentissement par rapport à la période précédente, seules les prestations sociales ont contribué positivement au pouvoir d'achat (environ 120 euros par an et par ménage). Au final, le pouvoir d'achat par ménage s'est contracté de 1 630 euros en trois ans.

– La troisième période, 2014 et 2015, verrait encore une légère baisse du pouvoir d'achat par ménage, celui-ci diminuant d'environ 110 euros sur les deux années. La faiblesse de la dynamique de l'emploi et des salaires réels ne permettrait pas de compenser la hausse du nombre de ménages. Ainsi, les revenus réels du travail par ménage diminueraient légèrement sur les deux années (- 43 euros par an en moyenne). Les revenus réels du capital seraient, quant à eux, à peu près neutre sur la variation du pouvoir d'achat par ménage. Bien qu'en moindre augmentation, les prélèvements fiscaux et sociaux continueraient à peser sur le pouvoir d'achat sous l'effet de la montée en charge de certaines mesures fiscales décidées par le passé (fiscalité écologique, hausse taux de cotisation retraite, fiscalité locale, ...). Au total, la hausse des taux de prélèvements pesant sur les ménages en 2014-15 réduirait de 170 euros le pouvoir d'achat par ménage. De plus, les économies attendues sur la dépense publique pèseraient sur la dynamique des prestations sociales par ménage, celles-ci n'augmentant que d'environ 60 euros par an en moyenne, soit un rythme deux fois moins élevé que sur la période pré-crise malgré une situation sociale plus dégradée.

Si cette analyse ne permet pas de connaître la distribution par quantile de la variation du pouvoir d'achat par ménage, elle permet néanmoins d'avoir une vision macroéconomique de l'impact de la politique d'austérité sur le pouvoir d'achat depuis 2011. En effet, sur les 1 750 euros de perte de pouvoir d'achat par ménage sur la période 2011-15 (graphique), 1 100 euros seraient directement liés à la hausse des prélèvements fiscaux et sociaux. Aux effets directs de l'austérité s'ajoutent ceux plus indirects qui impactent les autres composantes du pouvoir d'achat. De fait, en amputant l'activité par le mécanisme du multiplicateur budgétaire, la politique d'austérité a eu un impact massif sur le marché du travail, que ce soit par la réduction de l'emploi ou le ralentissement des salaires réels. Si son ampleur est difficile à évaluer, il n'en reste pas moins que les revenus

réels du travail par ménage ont baissé de 770 euros en cinq ans. Enfin, si jusqu'à présent les prestations sociales ont joué un rôle d'amortisseur majeur du pouvoir d'achat depuis le début de la crise, l'ampleur des économies sur la dépense publique prévues à partir de 2015 (sur les 21 milliards d'économies en 2015, 9,6 milliards sont attendus sur la protection sociale et 2,4 milliards sur les dépenses d'intervention de l'Etat) pèseront mécaniquement sur la dynamique du pouvoir d'achat.

Ainsi, avec un pouvoir d'achat par ménage retombé en 2015 à son niveau d'il y a treize ans et qui, de plus, a accusé un recul historique sur la période 2011-2013 correspondant à la période la plus marquée de la consolidation budgétaire, il semble difficile d'une part de soutenir que la France n'a pas pratiqué de politique d'austérité jusqu'à présent et d'autre part qu'elle n'est confrontée à aucun problème de demande à court terme.



Sources : Insee comptes nationaux, calculs de l'auteur, PLF 2015.

[1] Depuis 2011, le rythme de croissance de la dépense publique, en volume, est resté positif mais a été divisé par deux par rapport à celui de la décennie 2000-10 (1,1 % en volume sur la période 2011-14 contre 2,2 % sur la période 2000-10). De plus, depuis 4 ans, il a augmenté à un rythme légèrement inférieur à celui du PIB potentiel (1,4 %). D'un point de vue économique, cela correspond à une amélioration du solde structurel liée à l'ajustement sur la dépense publique de 0,5 point de PIB sur la période 2011-14.

[2] Ces différences dans la mesure de l'austérité proviennent d'écarts sur un certain nombre de facteurs d'évaluation comme, par exemple, le niveau et le taux de croissance du PIB potentiel qui sert de référence au calcul de l'ajustement budgétaire structurel.

[3] Il est important de noter que le revenu disponible brut intègre uniquement les revenus liés aux prestations sociales en espèces (pensions de retraite, indemnités chômage, allocations familiales, ...) mais pas les transferts sociaux en nature (santé, éducation, ...) ou les dépenses publiques collectives qui bénéficient aux ménages (police, justice, défense, ...).

[4] Nous retenons ici le concept de pouvoir d'achat moyen par ménage et non celui de pouvoir d'achat par unité de consommation.

Réforme du marché du travail

en Italie : Matteo Renzi au pied du mur

Par [Céline Antonin](#)

Alors que Matteo Renzi avait bénéficié d'un relatif « état de grâce » depuis son élection en février 2014, le vote de la réforme contestée sur le marché du travail (le *Jobs Act*) par le Sénat, début décembre, a donné lieu à un mouvement de grève générale, une première depuis son arrivée au pouvoir. Est-ce la fin de la lune de miel entre Matteo Renzi et le peuple italien ? Certes, alors que son arrivée au pouvoir avait suscité une vague d'espoir, le premier bilan est décevant. Les réformes passent mal alors même que l'Italie connaît sa troisième année consécutive de récession (-0,2 % de croissance prévue pour 2014) et qu'elle doit affronter les critiques de la Commission européenne sur son incapacité à réduire son déficit structurel. Cette réforme, d'inspiration libérale, vise à introduire un régime de flexi-sécurité. La mesure qui cristallise toutes les passions est la suppression de l'article 18 du Code du travail, permettant la réintégration en cas de licenciement abusif.

Dans la dernière [Note de l'OFCE \(n° 48, 16 décembre 2014\)](#) nous étudions la réforme du marché du travail en cours en Italie, un enjeu de taille en raison de la segmentation du marché du travail, du taux de chômage des jeunes élevé et de l'inadéquation des coûts à la productivité du travail. Pour légitime qu'elle soit, la réforme du *Jobs Act* semble trop partielle pour pouvoir produire de véritables effets. A court terme, la priorité de l'Italie doit être mise sur l'investissement. Seule la poursuite d'une politique monétaire expansionniste, la poursuite de l'Union bancaire et une politique d'investissement public ambitieuse pourront permettre au pays de normaliser l'accès au financement

bancaire et de retrouver de la croissance. Une fois ces conditions réunies se pose la question d'une réforme structurelle du marché du travail ; cette réforme doit être couplée avec celle du marché des produits pour permettre à l'Italie de restaurer sa productivité et d'améliorer durablement sa croissance potentielle.

iAGS 2015 : Une Europe divisée et à bout de souffle

par [Christophe Blot](#), [Jérôme Creel](#), [Xavier Timbeau](#)

L'Europe se trouve dans une situation critique qui nécessite un changement de politique économique. Toutes les possibilités doivent être envisagées. Des mesures non-conventionnelles ou extra-ordinaires doivent être prises pour éviter un nouvel échec et échapper à la menace de stagnation séculaire. C'est précisément l'objet du [troisième rapport indépendant sur la croissance annuelle](#) (résumé dans la dernière [Note de l'OFCE n° 47 du 15 décembre 2014](#) – en réponse au Rapport sur la croissance annuelle publié par la Commission européenne – de faire une analyse critique de la stratégie macroéconomique européenne et de proposer des solutions alternatives.

L'incapacité à sortir durablement de la crise laisse de nombreuses séquelles sur le plan économique, social et politique. Le chômage reste à un niveau historique, ce qui accroît les inégalités et interrompt le processus de convergence entre les régions européennes. Les pressions à la baisse sur les salaires et le besoin de réduire les déséquilibres intra-zone euro nourrissent la déflation. Le désendettement public ou privé n'est pas achevé et la

perspective d'une baisse des prix crée un cercle vicieux par lequel la stagnation va se prolonger. Le projet européen d'une économie prospère et intégrée ne saurait progresser si la reprise échoue une nouvelle fois.

La politique monétaire ne peut résoudre à elle seule l'ensemble des problèmes de la zone euro. La coordination des politiques budgétaires est encore déficiente et biaisée en faveur d'une réduction rapide des déficits budgétaires et de la dette publique. Ces biais doivent être corrigés. La gravité de la situation économique impose plus qu'une simple atténuation de la consolidation budgétaire. Il faut à la fois maintenir les avancées fragiles de la discipline budgétaire et de la solidarité financière naissante entre les Etats membres, mais aussi pouvoir produire le stimulus nécessaire à la sortie de la crise. Il faut profiter de l'opportunité offerte par des taux d'intérêt souverains bas : les multiplicateurs d'investissement public sont très élevés, évalués à 3 par le FMI, et les besoins d'investissements sont nombreux après leur diminution notable au cours des précédentes années et la nécessaire transition vers une économie à bas carbone.

Le Plan Juncker pourrait être un premier pas en ce sens puisqu'il envisagerait d'exclure les contributions des Etats membres de la définition du déficit ou de la dette utilisée pour le respect des règles en vigueur (principe de neutralisation). Ce premier pas, jouant sur des montants de financement clairement insuffisants, ouvre cependant la voie pour mettre en œuvre une politique budgétaire expansionniste au niveau agrégé tout en maintenant les contraintes sur les politiques budgétaires nationales. Les réformes structurelles ne peuvent être des substituts au besoin de relance, notamment parce que leurs effets à court terme sur les prix et l'activité peuvent être négatifs et que leurs effets positifs sont longs à se produire.

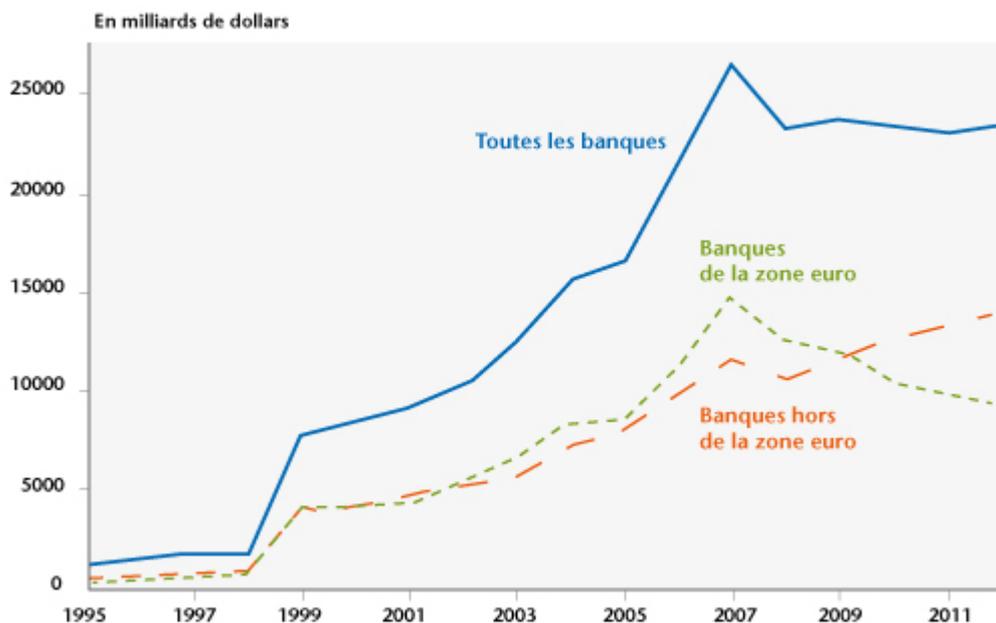
Un repli sans précédent des banques de la zone euro

par Anne-Laure Delatte, CNRS, OFCE, CEPR, chercheure invitée à Princeton University.

Un petit pas supplémentaire a été fait le mois dernier vers une union bancaire dans la zone euro lorsque la Commission européenne a présenté sa proposition sur le [Fonds de résolution unique bancaire\[1\]](#). Alors que les observateurs reconnaissent généralement que les 55 milliards d'euros de ce fonds restent une goutte d'eau dans l'océan, nous montrons dans une étude récente que les banques de la zone euro sont de plus en plus isolées du reste du monde ([Bouvatier, Delatte, 2014 \[2\]](#)). En réalité, la fragmentation bancaire à l'intérieur de la zone euro que l'union bancaire est censée corriger n'est qu'une face de la désintégration internationale des banques européennes.

En 2013, les flux de capitaux transfrontaliers ne représentaient que 40 % de leur niveau de 2007 et la plus forte baisse de l'activité touchait les prêts bancaires internationaux. Le graphique 1 montre l'évolution des créances à l'étranger par les banques de 14 pays vis-à-vis de leurs partenaires et distingue ces données selon que les banques appartiennent à la zone euro ou non. [\[3\]](#)

Graphique 1 : Créances consolidées vis-à-vis de partenaires étrangers, 1995-2012



Source : Calculs des auteurs (Bouvatier, Delatte, 2014) d'après données de la BRI.

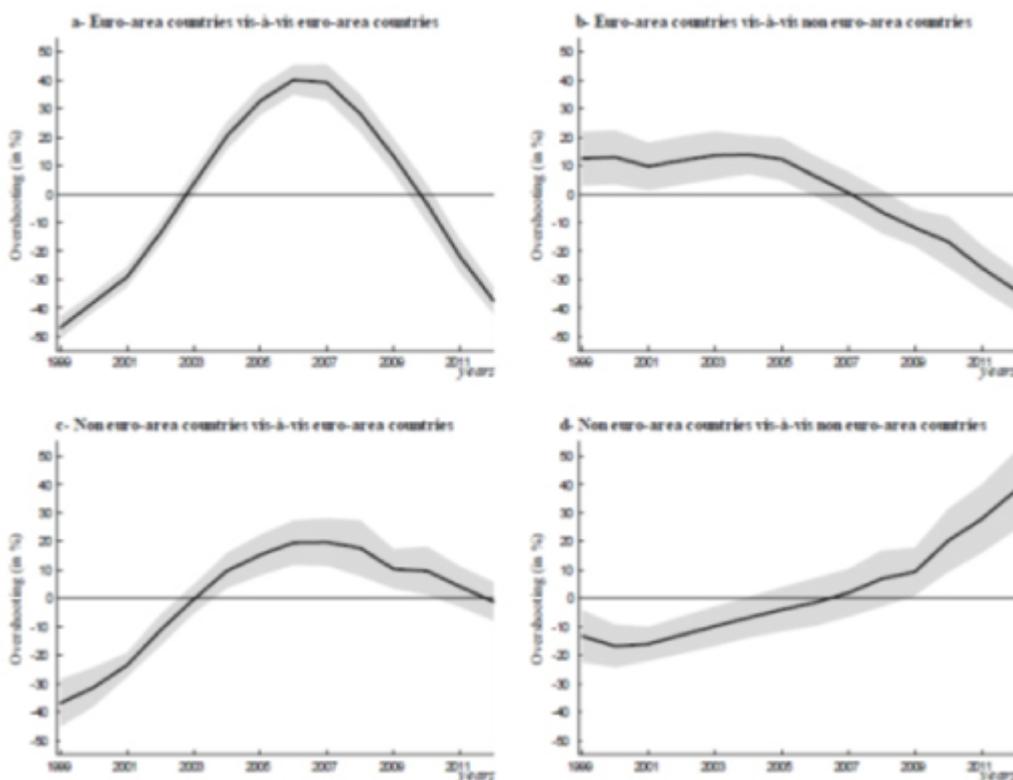
Nul doute que la crise financière mondiale a donné un sérieux coup d'arrêt aux activités bancaires : en 2008, les créances internationales ont diminué de manière significative, puis elles sont restées à ce niveau inférieur. Cependant, la situation agrégée cache deux évolutions contraires. Certes, les activités internationales des banques situées hors de la zone euro ont été durement touchées en 2007 mais elles sont reparties rapidement sur leur tendance ascendante par la suite. Au contraire, l'activité hors zone euro des banques situées dans la zone euro n'a cessé de décroître. En 2012, les banques de la zone euro réalisaient ainsi 40 % de l'activité bancaire internationale contre 56 % en 2007. En résumé, les données brutes suggèrent :

- (1) un repli massif des banques situées en zone euro et
- (2) une interruption seulement temporaire de l'activité des banques situées hors zone euro.

A quel point ces évolutions différenciées peuvent-elles s'expliquer par des conditions économiques différentes entre la zone euro et le reste du monde ? Les pays européens ont en

effet été confrontés à une série de crises depuis 2008 (la crise financière, puis la crise des dettes souveraines) et, aujourd'hui, la zone euro est l'une des rares régions où [la croissance n'a pas repris](#). En même temps, la décennie précédente s'est traduite par une forte augmentation de l'intégration bancaire en zone euro. S'agit-il donc juste d'une correction ? De plus, quelles différences entre l'intégration des banques de la zone euro et le reste du monde ? Pour répondre à ces questions, nous avons construit une mesure originale de l'intégration bancaire internationale. Notre mesure se base sur un modèle statistique de l'activité bancaire qui permet d'isoler les frictions et les facteurs variables dans le temps [4]. Nous en avons extrait les tendances temporelles par zone géographique, ce qui nous permet de mesurer à chaque date où en est l'activité bancaire par rapport aux prédictions du modèle. L'ensemble des graphiques 2 a-d tracent nos mesures.

Graphique 2 : Intégration bancaire. Déviation par rapport aux prédictions du modèle (en %) :



Source : Bouvatier, Delatte, 2014.

Tout d'abord, il est frappant de constater que, après la crise

financière de 2008, toutes les tendances concernant la zone euro sont en baisse (graphiques 2-a, 2-b et 2 c) contrairement à celle qui concerne le reste du monde (graphique 2-d). Ensuite, on constate que seules les banques de la zone euro subissent un processus de désintégration (la courbe est en-dessous de l'axe des abscisses sur les figures 2-a et 2-b). Au contraire, l'exposition à des créances de la zone euro des banques situées hors de la zone euro est précisément au niveau prédit par le modèle (figure 2-c). En d'autres termes, l'implication des banques non-européennes en zone euro a diminué, mais il s'agit d'une correction de l'excès de 20 % observé avant la crise et non d'un repli. En revanche, les banques de la zone euro ont massivement réduit leur exposition internationale à l'intérieur et à l'extérieur de la zone euro, avec un niveau inférieur de plus de 30 % aux prédictions du modèle. Ainsi, le ralentissement économique en zone euro depuis 2008 n'est pas suffisant pour expliquer le retrait massif des banques (puisque nos estimations tiennent compte de ce ralentissement). Plus important encore, cette baisse va bien au-delà de la correction et constitue une désintégration marquée. Autrement dit, la fragmentation bancaire à l'intérieur de la zone euro n'est qu'une face d'un processus de désintégration globale des banques de la zone euro.

Enfin, le graphique 2-d, qui trace la situation dans le reste du monde, souligne une différence étonnante : non seulement l'intégration bancaire n'a jamais diminué, mais, au contraire, la tendance est plus forte après la crise. En d'autres termes, la baisse des activités bancaires, observées en 2008 dans les données brutes, était entièrement due à des frictions temporaires.

Partant de ces observations nous pouvons donc tirer les enseignements suivants. Tout d'abord, nos estimations suggèrent que les banques de la zone euro auraient perdu de façon permanente des parts de marché au niveau mondial. Ensuite, il est frappant de constater que l'intégration

bancaire obtenue grâce à l'Union monétaire a été totalement effacée au cours des dernières années. En d'autres termes, la liste des bénéficiaires tirés de la monnaie unique se réduit, tandis que les coûts ne cessent d'augmenter. Enfin, nos résultats sur le désengagement massif des banques de la zone euro vis-à-vis du reste du monde suggèrent que l'Union bancaire, quoique cruciale pour compléter la monnaie unique, ne suffira pas pour résoudre les défis bancaires de la zone euro.

[1] "Europe bancaire: l'Union fait-elle la force ?" Céline Antonin et Vincent Touze, [Note de l'OFCE](#), n°46, 18 novembre 2014.

[2] Vincent Bouvatier et Anne-Laure Delatte (2014), "International Banking: the Isolation of the Euro Area", [Document de travail OFCE](#).

[3] Parmi ces 14 pays, 7 appartiennent à la zone euro : Autriche, Belgique, Allemagne, Espagne, France, Italie et Pays Bas. Les 7 autres pays sont le Canada, la Suisse, le Danemark, le Royaume Uni, le Japon, la Suède et les Etats-Unis.

[4] Plus précisément, nous avons suivi la démarche de Portes et Rey (2005) qui ont été les premiers à estimer des équations de gravité pour étudier les déterminants l'activité financière. Voir Portes, R. et H. Rey (2005), « The determinants of cross-border equity flows ». *Journal of International Economics* 65(2), 269-296.

Some reflections on the ECB's Comprehensive Assessment

Mauro Napoletano[\[1\]](#) and Stefano Battiston[\[2\]](#)

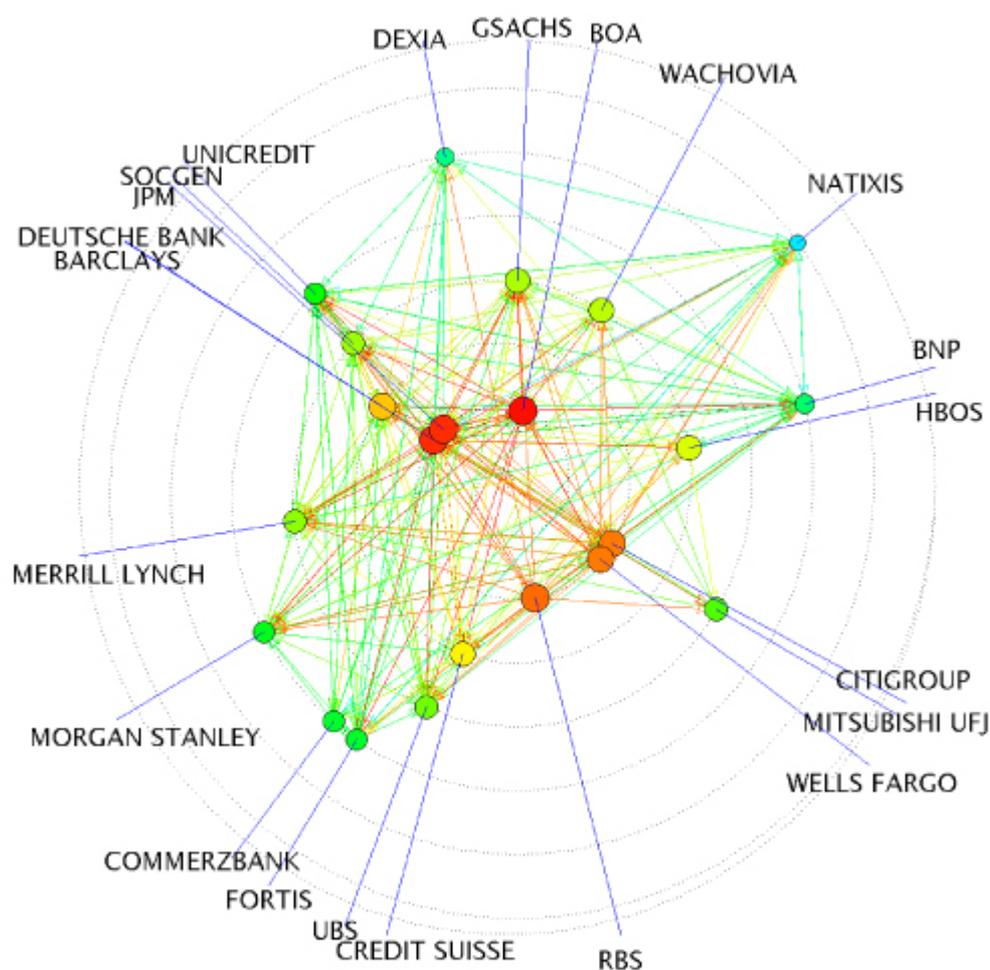
(Ce texte n'est pas publié en français)

The European Central Bank (ECB) officially released the results of its Comprehensive Assessments of euro area banks on October 26th, thus making a very important step towards the creation of the European Banking Union. The ECB exercise unveiled the global robustness of the euro area banking sector despite the bumpy week financial markets had after its release. On the one hand, most banks hit by important financial shocks and affected by privately and publicly funded re-capitalization efforts (as in Spain) passed the stress test hurdle. On the other hand, fragilities were identified only in few countries (notably Italy, Greece and Portugal) and were basically the result of balance-sheet problems in some big institutes therein (e.g. Monte dei Paschi di Siena in Italy). One may nonetheless wonder whether the above picture of global stability, emerging from the results of the ECB assessment, is well-founded, and whether the methods used by the ECB, and the consequent re-capitalization efforts required, will be sufficient to insulate the Euro Area financial systems from financial meltdowns like the one of 2008/2009.

To shed more light on such issues it is important to remark that the Comprehensive Assessment is articulated into two blocks[\[3\]](#). The first one, the stress test on banks, amounts to a check of the robustness of bank's balance sheets in adverse scenarios provoked by financial and real shocks of different nature. The second one is the so-called "Asset Quality Review" (AQR) and corresponds to a point-in-time evaluation of the assets portfolio of Euro Area banks with the goal of identifying problematic assets. The AQR constitutes a great

innovation of 2014 assessment with respect to similar ones carried out in 2010 and 2011, which did not feature a detailed evaluation of banks' asset book. Performing such a comprehensive evaluation has two clear advantages. First, it is a big step towards improving the overall transparency of the financial system. Second, and relatedly, it helps regulating authorities to get important details about the [degree of complexity of the asset side of banks](#), which has played a key role in the unfolding of the financial crisis of 2008/2009. The Euro-Area comprehensive AQR is not the only positive aspect of the current assessment. Other welcomed novelties are represented by the higher coverage of the current assessment (130 banks) with respect to the sample of banks considered in the 2010 and 2011 stress tests [\[4\]](#) (respectively 91 and 90 banks). Moreover, the scope of macro-shocks and country-specific shocks considered in the stress tests [was broader](#). More in detail, the ECB considered [four different types of adverse financial and real shocks](#) that could threaten banks stability: a) an increase in global bond yields; b) a deterioration of credit quality; c) a stalling of policy reforms; d) a lack of necessary balance-sheet repair to maintain affordable market funding. Finally, the 2014 assessment has been based on a unified methodology, which has limited the discretionary interpretation of rules by national authorities and by banks.

Figure 1. The financial network among the top 22 borrowers of the FED at the peak of the 2008/2009 financial crisis



Source: Stefano Battiston, Michelangelo Puliga, Rahul Kaushik, Paolo Tasca & Guido Caldarelli, "DebtRank: Too Central to Fail? Financial Networks, the FED and Systemic Risk", *Scientific Report*, 2012.

The ECB assessment constitutes an important step towards a better monitoring of euro area financial stability. At the same time, the structure and the methods used by the ECB lead one to raise more than one concern the overall stability picture that emerges out of it. [Recent accounts of the ECB's exercise](#) stress that the ECB assessment has partially accounted for some important banking risks, like for instance liquidity risk (the risk of not being able to honor payments). In addition, results of the AQR and the stress tests were conducted in parallel. Accordingly, results from the evaluation of the quality of banks asset books were not used to test the stability of the bank themselves. Last but not least the ECB performed the assessment using a bottom-up

approach, *i.e.* relying on the information provided by banks and national regulators. The latter were in close contact with banks in their country to check the validity of the information. This governance structure of the assessment poses some problems, as national regulators may have the incentive not to disclose relevant information that would reveal the extent of the capital shortfall in their countries.

However, the main weakness of the ECB assessment as a banks' financial robustness exercise probably lies in the failure to consider one fundamental property of current financial systems (Euro-Area one included), namely its interconnectedness. Indeed, the financial system is structured as a complex web of financial relationships of very different nature (*e.g.* unsecured lending, repurchasing agreements, derivatives) and among different types of actors (*e.g.* banks, hedge funds, money market, pension funds).

There is a [growing consensus](#) around the idea that financial interlinkages play an important role in the emergence of financial instabilities. Their role is also acknowledged by the Basel Committee on banking supervision that uses interconnectedness as one of the dimensions to determine the list of Globally Systemic Financial Institutions (G-SIBs). Figure 1 provides a visual idea of an empirically-observed network of financial inter-linkages across some major banks. Links appearing in the figure show the estimated impact of a bank on the balance sheet of another one and were estimated at the peak of the 2008/2009 financial crisis (March 2009, *i.e.* the period of minimum market capitalization of banks) by using the "Debt-Rank" method developed in [Battiston et al. \(2012\)](#). In the figure higher systemic importance is identified by the color of the node by a more central location of the node. In other words, banks colored in red (rather than in yellow or in green) and closer to the center are also the banks that are systemically more important, in the sense that the default of one of them would have larger impact on other institutions in

the financial system.

One main reason why financial linkages matter for financial instability is that they can have ambiguous effects on the risk exposure of banks: on the one hand, they increase individual profitability and reduce individual risk, but on the other hand, they may generate important external effects (e.g. my insolvency can become yours if it causes a significant drop in the value of your assets), thus increasing systemic risk. On this topic several issues remain open but [much work](#) has already been done in recent years and two main “transmission channels” have been emphasized. First, shocks move from a bank to another *via* the direct interlocks between balance sheets. That is, since the liabilities of one bank are the assets of some other banks, the default of the debtor may imply a loss for the creditors. Likewise, in case [creditors decide to hoard liquidity](#) rather than providing it to other market players, this has negative external effects to other institutions as it can reduce the liquidity accruals of the latter and the overall liquidity in financial markets. Second, there are indirect connections among banks due to the fact that they invest in common assets. This implies that, for instance, if as a result of a shock on the price of an asset, a bank sells a quantity of that asset sufficient to move down the price, the other banks holding the same asset will experience both the initial shock and the secondary shock and may start in turn to sell the asset themselves, triggering a devaluation spiral.

Embedding the above described channels of financial contagion and distress is thus fundamental for a proper evaluation of the stability of banks in the euro area financial system, and for the stability of the system as a whole. Indeed, interconnectedness implies that the stability of one bank cannot be assessed independently from the stability of other banks in the system. It also implies that the stability of the financial system as a whole cannot be reduced to the sheer sum

of the stability of the single banks composing it. The AQR uses the Basel Committee's G-SIBs list (which does account for interconnectedness) to classify banks in the euro-area. However, the notion interconnectedness is not used, neither in the evaluation stage of the AQR nor in the stress test.

To sum up, the ECB assessment is a key step towards the creation of a banking union in the Euro Area. At the same time, it is important that financial network aspects are taken into serious consideration, to get better measures of the possible financial fragilities of banks and of the necessary actions to tame them. Some stress tests methodologies accounting for the complex features and consequences of financial inter-linkages are already available (see e.g. the discussion in [Staffen, 2014](#), and the works of [Markose et al., 2012](#) and [Battiston et al., 2012](#)). It is also likely that the new data resulting from the ECB's AQR will foster future research on these new stress test methodologies and bring some of their hints in the future assessments of the euro area banking sector.

[1] OFCE, Skema Business School, Sophia-Antipolis (France), and Scuola Superiore Sant'Anna, Pisa (Italy). E-mail address: mauro.napoletano@sciencespo.fr

[2] Department of Banking and Finance, University of Zürich. E-mail address: stefano.battiston@uzh.ch

[3] The ECB has conducted a comprehensive assessment of 130 banks in the euro area. The AQR was undertaken by the ECB and national competent authorities (NCAs), and was based on a uniform methodology and harmonized definitions. The stress test was undertaken by the participating banks, the ECB, and NCAs, in cooperation with the European Banking Authority (EBA), which also designed the methodology along with the ECB

and the European Systemic Risk Board (ESRB). See [the ECB comprehensive assessment aggregate report](#) for more details.

[4] The 2010 and 2011 stress tests exercises were EU-wide and conducted by the EBA in collaboration with national supervisory authorities.

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

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

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

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

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

En 2012, l'idée de l'Union bancaire est née d'une triple

nécessité : briser le lien entre crise bancaire et dette souveraine en permettant une recapitalisation directe des banques en difficulté par le Mécanisme européen de stabilité ; prévenir les paniques bancaires ; éviter la fragmentation des marchés bancaires en zone euro.

L'Union bancaire s'organise autour de trois piliers : un mécanisme de supervision unique (MSU), un mécanisme de résolution unique (MRU) avec un fonds de résolution et une logique de renflouement interne des banques (*bail-in*), ainsi qu'un système unique de garantie des dépôts avec un fonds de garantie.

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

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