

Le Sisyphe grec et sa dette publique : vers la fin du calvaire ?

par [Céline Antonin](#)

Après son incapacité à élire un nouveau Président à la majorité qualifiée, le Parlement grec a été dissous, en attendant des élections législatives anticipées qui doivent se tenir le 25 janvier 2015. Le parti de la gauche radicale, Syriza, fait la course en tête dans les sondages d'opinion, devançant le parti « Nouvelle Démocratie » du Premier ministre sortant, Anthony Samaras. S'il recueille l'enthousiasme de la population, le programme économique de Syriza attise les craintes des bailleurs de la troïka (FMI, BCE et UE), en particulier sur trois sujets : la potentielle sortie du pays de la zone euro, la mise en place d'une relance budgétaire et un défaut souverain partiel. Ce dernier sujet sera le principal enjeu post-électoral.

Le véritable enjeu de l'élection : la restructuration de la dette publique grecque

La crainte d'une potentielle sortie de la Grèce de la zone euro (le fameux « *Grexit* ») doit être relativisée. La situation est différente de ce qu'elle était au moment de la crise des dettes souveraines, lorsque les différentiels de taux obligataires faisaient craindre un phénomène de contagion et un éclatement de la zone euro. En outre, Syriza n'est pas en faveur d'une sortie de l'euro, et personne ne peut y contraindre le pays dans la mesure où cela n'est prévu par aucun texte. Enfin, les conséquences d'une telle décision sur les autres membres pouvant être lourdes, une sortie du pays de la zone euro n'interviendrait qu'en dernier recours.

Syriza appelle de ses vœux la fin de l'austérité et une

relance budgétaire d'un montant de 11 milliards d'euros avec relèvement du salaire minimum à son niveau antérieur, revalorisation des retraites, réembauche de fonctionnaires et augmentation des dépenses publiques. Un compromis avec la troïka peut-il être trouvé ? Rien n'est moins sûr, et il est quasi certain que Syriza devra revoir ses ambitions à la baisse. Certes, le déficit grec s'est réduit. Le pays est en léger excédent primaire en 2014, et devrait poursuivre sa consolidation budgétaire en 2015-2016. Mais la Grèce doit continuer à emprunter pour financer les intérêts de la dette, pour rembourser ou renouveler la dette arrivée à maturité, et pour rembourser les prêts octroyés par le FMI. Pour cela, elle doit surtout compter sur l'aide extérieure. A partir du deuxième semestre de 2015, elle fera face à un trou de financement d'un montant de 12,5 milliards d'euros (19,6 milliards d'euros si elle n'obtient pas l'aide du FMI). Par ailleurs, les banques grecques, encore fragiles[\[1\]](#), restent très dépendantes de l'accès au programme *Emergency Liquidity Assistance (ELA)* de la BCE qui leur permet d'obtenir des liquidités d'urgence auprès de la Banque de Grèce. Si la Grèce refuse les réformes, un bras de fer risque de s'engager avec la troïka. La BCE a déjà menacé le pays de lui couper l'accès à la liquidité. En outre, la troïka reste le principal créancier de la Grèce, qui dispose néanmoins d'un nouvel atout : dans la mesure où elle n'emprunte plus que pour rembourser sa dette, et non pour financer son déficit budgétaire, elle pourrait menacer ses créanciers d'un défaut de paiement unilatéral, même si c'est un jeu dangereux qui la priverait de l'accès au financement de marché pendant de longues années.

C'est justement cette question de la restructuration de la dette grecque et d'un défaut partiel, mise en avant par Syriza, qui apparaît comme l'un des principaux enjeux postélectorales. Alexis Tsípras souhaite l'effacement d'une partie de la dette publique, un moratoire sur le paiement des intérêts et des remboursements conditionnés aux performances

économiques du pays. D'après les prévisions de la Commission et du FMI, le ratio d'endettement public en Grèce devrait passer de 175 % en 2013 à 128 % du PIB en 2020. Cependant, les hypothèses sous-jacentes à ce scénario manquent de réalisme : croissance nominale supérieure à 3 % en 2015, excédent primaire de 4,5 % du PIB entre 2016 et 2019, ... Etant donné l'ampleur de la dette publique grecque en 2013 et son profil d'amortissement (avec des remboursements atteignant 13 milliards d'euros en 2019 et jusqu'à 18 milliards d'euros en 2039[2]), une nouvelle restructuration semble inéluctable.

Une dette publique essentiellement détenue par les pays membres de la zone euro

Depuis le déclenchement de la crise grecque à l'automne 2009, la composition de la dette publique grecque a bien changé. Alors qu'en 2010, la dette publique était détenue par les investisseurs financiers, le bilan est bien différent début 2015[3]. Après deux plans d'aide (en 2010 et 2012) et une restructuration de la dette publique détenue par le secteur privé en mars 2012 (plan *Private Sector Involvement*), 75 % de la dette publique est aujourd'hui constituée par des prêts (**tableau 1**). A eux seuls, le FMI, la BCE, les banques centrales nationales et les pays de la zone euro détiennent 80 % de la dette publique grecque.

Tableau 1. Décomposition de la dette publique grecque, par détenteur, septembre 2014

En milliards d'euros

	Septembre 2014	En % de la dette totale
Total	321,7	100
Titres de dette	79,8	25
Billets de trésorerie (court terme)	13,4	4
Bons du Trésor (long terme)	66,4	21
<i>Dont BCE et banques centrales nationales</i>	25,0	8
<i>Dont secteur privé</i>	41,4	13
Prêts	241,8	75
FMI	32,1	10
Banque centrale de Grèce + prêts domestiques	4,4	1
Pays de la zone euro	194,8	61
<i>Dont 1^{er} plan d'aide (Greek Loan Facility)</i>	52,9	16
<i>Dont 2^e plan d'aide (FESF)</i>	141,9	44
Autres prêts et repos	10,5	3

Sources: Public Debt Management Agency, FMI, ECFIN, calculs de l'auteur.

A *contrario*, depuis le plan de restructuration de mars 2012, les banques européennes ont fortement réduit leur exposition à la dette publique grecque (**tableau 2**). En outre, leurs niveaux de capitalisation ont augmenté depuis 2010, notamment avec la mise en place progressive de la réforme Bâle 3. Les banques ont donc une marge d'absorption en cas de défaut partiel de la Grèce.

Tableau 2. Exposition des banques à la dette grecque (publique et totale)

En milliards d'euros

	Dette grecque totale (publique + privée)			Dette publique grecque		
	T3 2009	T1 2012	T2 2014	T4 2010	T1 2012	T2 2014
Total banques	430,5	105,6	73,8	62,9	9,0	3,5
Banques européennes	389,2	99,1	47,8	60,2	8,3	2,2
<i>Dont France</i>	112,4	54,7	3,0	20,3	2,5	0,1
<i>Dont Allemagne</i>	61,8	8,3	18,9	20,0	1,0	0,2
<i>Dont Royaume-Uni</i>	17,9	11,1	18,1	4,6	0,3	0,8
Banques non européennes	NA	6,5	26,1	2,6	0,7	1,3
<i>Dont États-Unis</i>	27,8	5,1	24,6	2,0	0,6	1,3

Sources: BRI, BCE, calculs de l'auteur.

Etant donné que plus de la moitié de la dette publique grecque est détenue par les pays membres de la zone euro, sa renégociation ne peut se faire qu'en concertation avec ces derniers.

Quelles solutions pour restructurer la dette ?

Les pays européens ont déjà fait plusieurs concessions pour aider la Grèce à assurer le service de sa dette :

- la maturité des prêts a été augmentée et le taux d'intérêt des prêts accordés par le FESF a été réduit. Pour le premier programme d'aide (prêts bilatéraux), la maturité initiale était 2026 (avec un moratoire jusqu'en 2019) et le taux d'intérêt était indexé sur l'Euribor 3 mois majoré d'une prime de risque de 300 points de base. En 2012, cette prime de risque a été ramenée à 50 points de base et la maturité a été étendue de 15 ans, jusqu'en 2041 ;
- les profits réalisés par la BCE et les banques centrales nationales sur les obligations qu'elles détiennent ont été restituées à la Grèce ;
- le paiement des intérêts sur les prêts du FESF ont été différés de 10 ans.

Des solutions comparables aux solutions passées peuvent être mises en œuvre. La dette pourrait être rééchelonnée. En effet, le taux pratiqué sur les prêts du premier plan d'aide (taux Euribor 3 mois + 50 points de base) étant globalement supérieur au coût de financement des pays européens, il pourrait être abaissé. Et la durée des prêts du premier et du second plan d'aide pourrait être encore allongée de 10 ans, jusqu'en 2051. D'après le *think tank* Bruegel, ces deux mesures combinées permettraient de [réduire le montant des remboursements de la Grèce de 31,7 milliards d'euros.](#)

Cependant, ces mesures paraissent limitées pour résoudre la question de l'endettement grec : elles ne font que repousser le problème. D'autres mesures sont nécessaires pour soulager la Grèce du poids de son endettement public. Les pays de la zone euro étant les principaux exposés à la dette grecque, ils ont intérêt à trouver un compromis, car en cas de défaut unilatéral, c'est le contribuable de chaque pays européen qui

sera mis à contribution.

Du côté du FMI, il ne faut pas attendre d'effacement de dette. L'institution est en effet créancier prioritaire en cas de défaut d'un pays, et prêteur en dernier ressort ; depuis sa création, elle n'a jamais effacé de dette. Par conséquent, c'est avec les membres de la zone euro, principaux créanciers de la Grèce, qu'un défaut partiel devrait être négocié. D'un côté, la Grèce peut brandir la menace d'un défaut unilatéral non concerté, engendrant des pertes pour ses créanciers. De l'autre, elle n'a pas intérêt à s'aliéner les membres de la zone euro et la BCE, qui ont été ses principaux soutiens depuis qu'elle est en crise. Un défaut brutal la priverait de l'accès au financement de marché pendant de longues années ; même si la Grèce a retrouvé un excédent primaire, la situation est instable et elle a encore besoin d'un financement externe, ne serait-ce que pour honorer les remboursements du FMI. Une solution serait que les pays de la zone euro acceptent une décote sur la valeur nominale des titres de dette publique qu'ils détiennent, comme ce fut le cas pour les investisseurs privés en mars 2012.

Pour conclure, la Grèce est confrontée à plusieurs défis. Dans le court terme, l'urgence est d'arriver à trouver des sources de financement pour traverser l'année 2015. Pour cela, elle devra composer avec la troïka, et notamment la BCE, dont l'action est cruciale. Cette dernière a prévenu la Grèce qu'en cas d'échec des négociations, elle pourrait lui couper l'accès à la liquidité. Par ailleurs, le 22 janvier 2015, la BCE doit prendre la décision très attendue de mettre en œuvre un assouplissement quantitatif ; l'enjeu est de savoir si la BCE acceptera le rachat de bons du Trésor grecs. A plus long terme, la question de la restructuration de la dette se posera inévitablement, quel que soit le vainqueur des urnes. La restructuration devrait cependant être plus facile avec les créanciers publics qu'avec les banques privées, si tant est que la Grèce donne, de son côté, des gages de confiance à ses

partenaires européens.

[1] Voir les [résultats des tests de résistance publiés par la BCE le 26 octobre 2014](#)

[2] Voir [Hellenic Republic Public Debt Bulletin, n°75, septembre 2014, tableau 6.](#)

[3] Pour une comparaison avec la situation en juin 2012, voir [Céline Antonin, « Retour à la drachme : un drame insurmontable ? », Note de l'OFCE n°20, juin 2012.](#)

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

par [Sandrine Levasseur](#)

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

1) Comment fonctionne le système de rotation ?

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

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

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

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

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

*À la fin septembre 2013.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

recevables ?

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Source: ECB (2009).

Conclusion

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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.

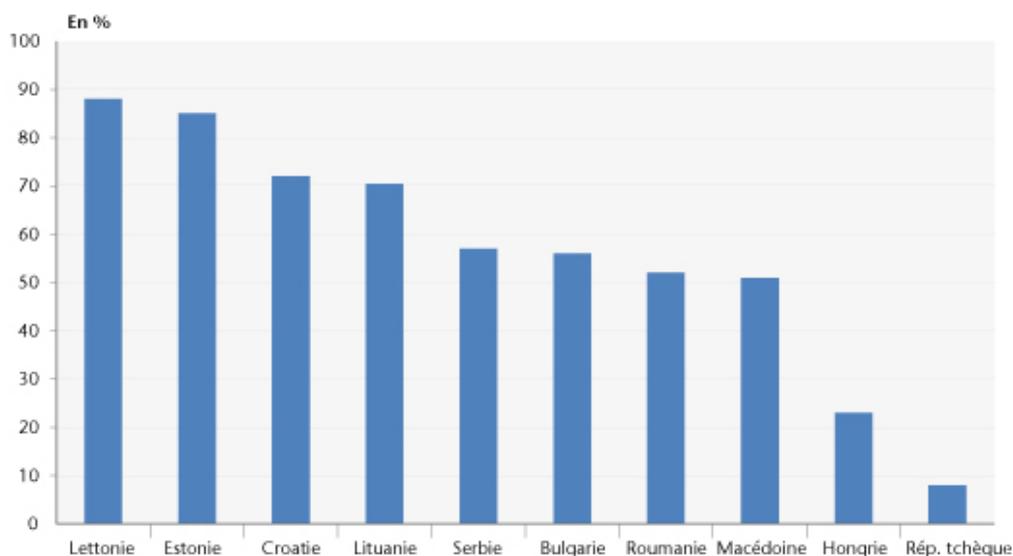
L'utilisation de l'euro en Lituanie, conjointement à la monnaie nationale, comme monnaie de libellé des prêts, comme support d'épargne ou encore comme monnaie de facturation, n'est ni une anomalie ni une anecdote : elle concerne ou a concerné un certain nombre de pays de l'ancien bloc communiste. Cette « 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

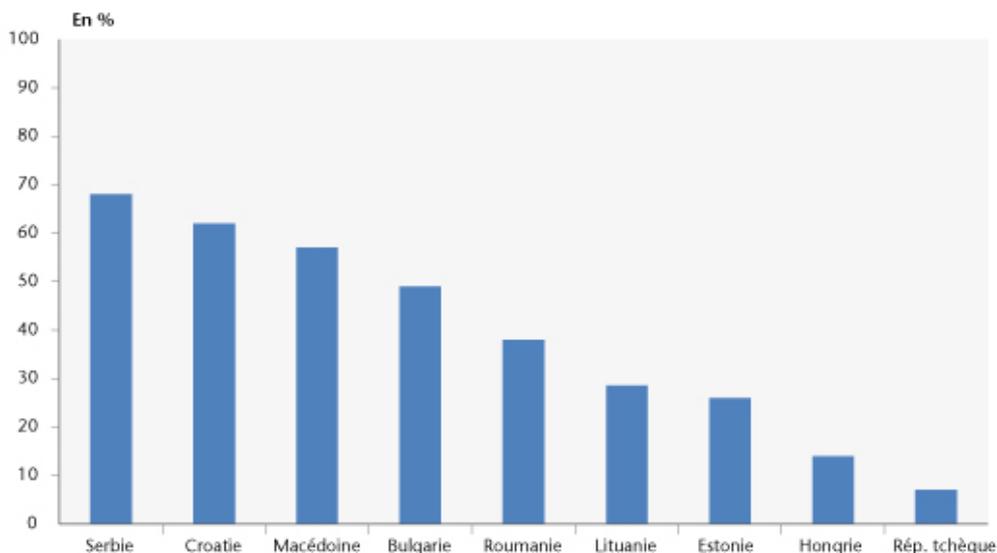
libellés en euro, atteignant près de 90 % en Lettonie (Graphique 1). Des pays tels que la Croatie, la Roumanie, la Bulgarie, la Serbie ou la Macédoine n'étaient pas non plus en reste, avec une part des prêts libellés en euros supérieure à 50 %. Du côté des dépôts en euros, les chiffres sont un peu moins 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)



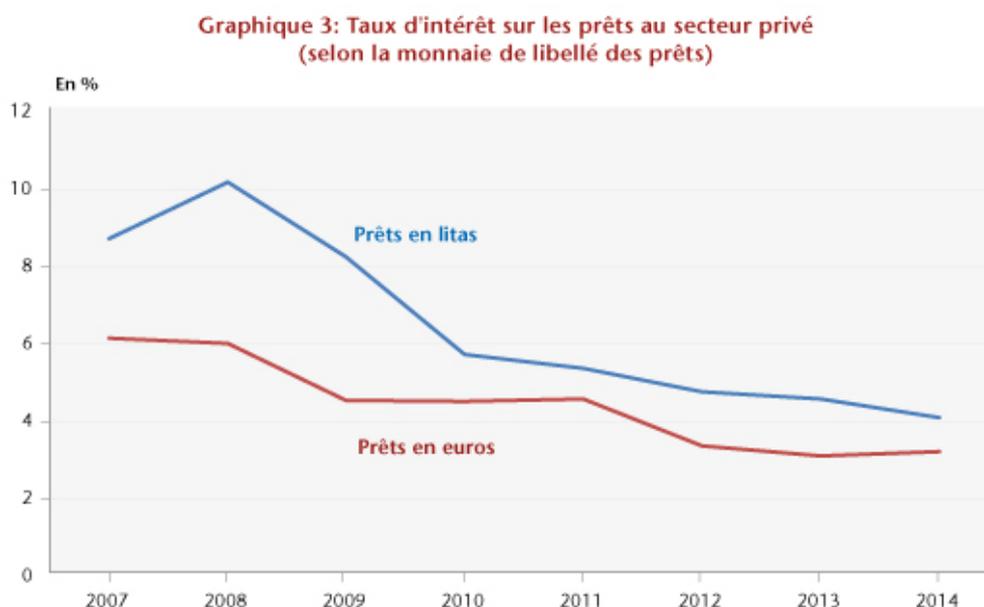
Source : [Arregui et Bi \(2012, p.15\)](#).

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 »*](#), Avril 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.

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.

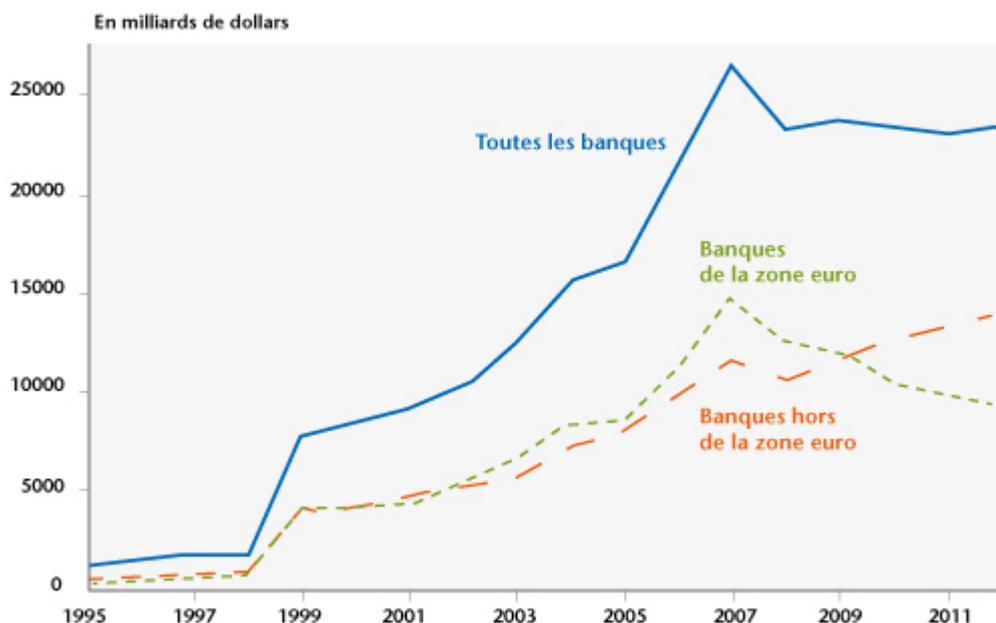
Un repli sans précédent des banques de la zone euro

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



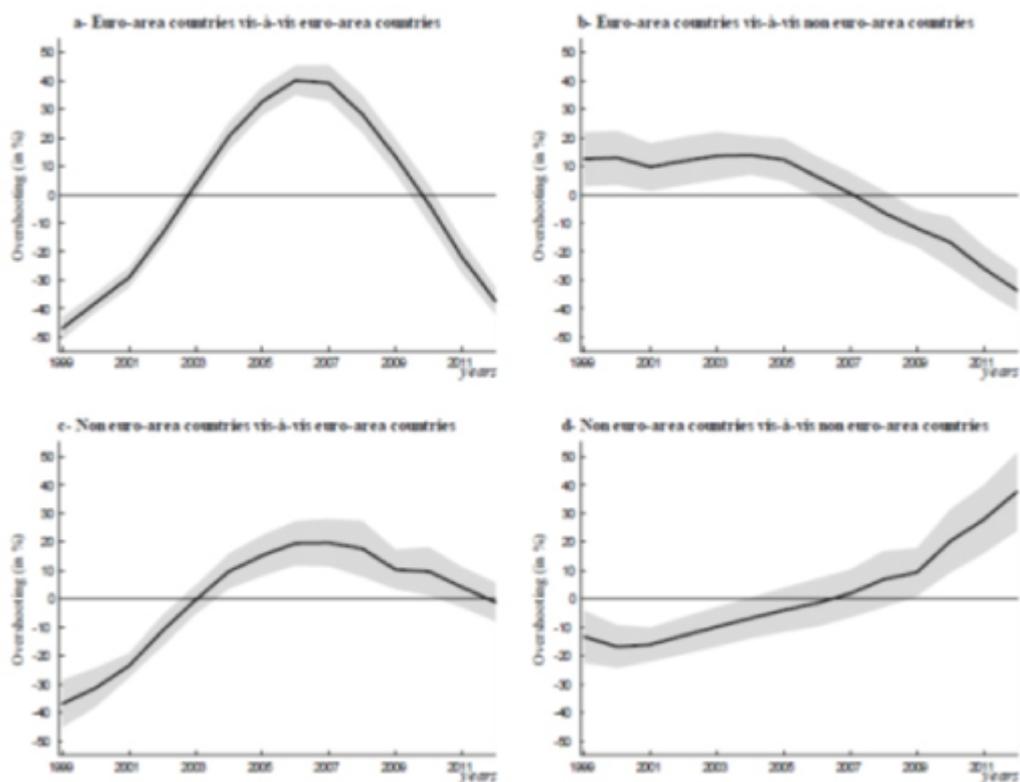
Source : Calculs des auteurs (Bouvatier, Delatte, 2014) d'après données de la BRI.

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.

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).

Reprise avortée

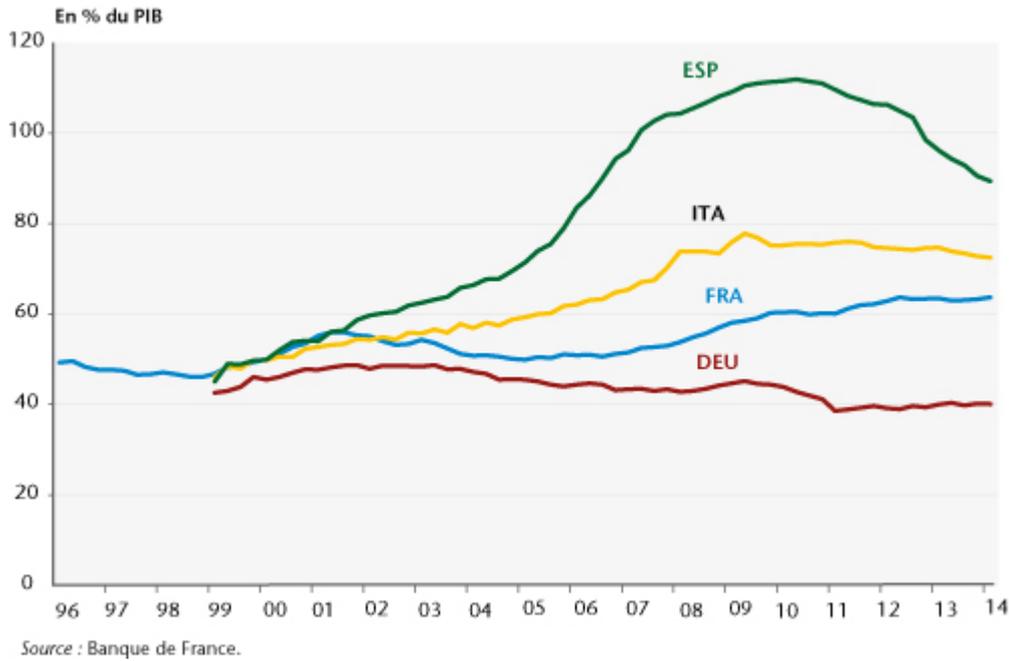
[Christophe Blot](#)

Ce texte renvoie à l'article « [Le piège de la déflation : perspectives 2014-2015 pour l'économie mondiale](#) » rédigé par Céline Antonin, Christophe Blot, Amel Falah, Sabine Le Bayon, Hervé Péléraux, Christine Riffart et Xavier Timbeau.

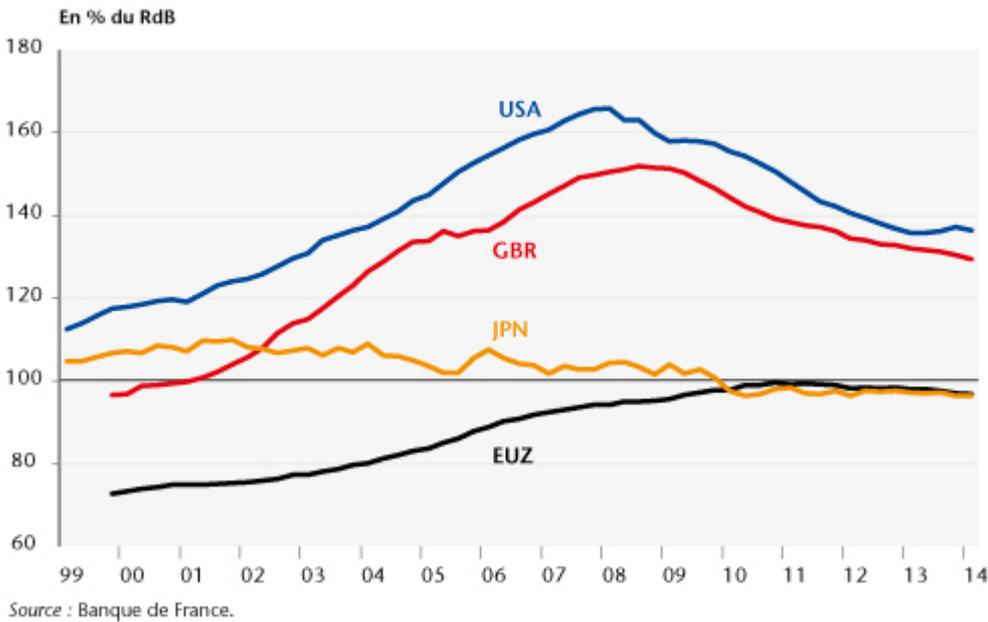
Selon [le communiqué d'Eurostat](#) publié le 14 novembre 2014, la croissance du PIB de la zone euro s'élève à 0,2 % au troisième trimestre 2014. Dans le même temps, [l'inflation](#) s'est stabilisée en octobre au niveau très faible de 0,4 %. Bien que les perspectives d'une nouvelle récession soient écartées pour l'instant, le [FMI évalue en effet la probabilité de récession](#) dans la zone euro entre 35 et 40 %. Ces mauvais chiffres reflètent l'absence de reprise dans la zone euro et ne permettent donc pas une décrue rapide du chômage. Quels enseignements pouvons-nous en tirer ? A court terme, l'atonie de l'activité s'explique par trois facteurs qui ont pesé négativement sur la croissance. Tout d'abord, bien que moindre qu'en 2013, la consolidation budgétaire s'est poursuivie en 2014 dans un contexte où les multiplicateurs restent élevés. Ensuite, malgré la baisse des taux d'intérêt publics à long terme du fait de la fin des tensions sur les dettes souveraines, les conditions de financement appliquées aux ménages et aux entreprises de la zone euro se sont dégradées parce que les banques n'ont pas répercuté systématiquement la baisse des taux longs et parce que la moindre inflation induit un durcissement des conditions monétaires réelles. Enfin, l'euro s'est apprécié de plus de 10 % entre juillet 2012 et le début de l'année 2014. Bien que cette appréciation reflète la fin des tensions sur les marchés obligataires de la zone euro, elle a pénalisé les exportations. Au-delà de ces facteurs de court terme, les chiffres récents pourraient être les prémisses d'une longue phase de croissance modérée et d'inflation basse, voire de déflation dans la zone euro.

En effet, après une période de fort accroissement de la dette (graphiques), la situation financière des ménages et des entreprises en zone euro s'est dégradée depuis 2008 du fait des crises successives – crise financière, crise budgétaire, crise bancaire et crise économique. La dégradation de la santé financière des agents non-financiers a réduit leur capacité à demander des crédits. Par ailleurs, les ménages peuvent être contraints de réduire leurs dépenses de consommation, et les entreprises leurs décisions d'investissement et d'emplois afin de réduire leur endettement. S'ajoute à cela la fragilité de certaines banques qui doivent absorber un montant élevé de créances douteuses, ce qui les conduit à restreindre l'offre de crédit, comme en témoigne la dernière [enquête SAFE](#) réalisée par la BCE auprès des PME. Dans ce contexte où les agents privés privilégient le désendettement, le rôle de la politique budgétaire devrait être crucial. Il n'en est rien dans la zone euro en raison du souhait de consolider la trajectoire de finances publiques, au détriment de l'objectif de croissance[1]. En outre, alors que de nombreux pays pourraient sortir de la procédure de déficit excessif en 2015[2], la consolidation devrait se poursuivre en raison des règles du TSCG (Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance) qui imposent aux pays membres un ajustement budgétaire afin de ramener la dette publique jusqu'au seuil de 60 % en 20 ans[3]. Dans ces conditions, la reprise serait de nouveau retardée et la zone euro pourrait se retrouver enfermée dans le piège de la déflation. L'absence de croissance et le niveau élevé du chômage créent des pressions à la baisse sur les prix et salaires, pressions exacerbées par des dévaluations internes qui sont les seules solutions adoptées pour améliorer la compétitivité et regagner quelques parts de marché. Cette réduction de l'inflation rend encore plus long et plus difficile le processus de désendettement ; elle réduit la demande et renforce le processus déflationniste. L'expérience japonaise des années 1990 montre malheureusement que l'on sort difficilement d'une telle situation.

Graphique 1. Dette des Sociétés non financières



Graphique 2. Endettement des ménages



[1] Les coûts de cette stratégie ont été évalués dans les deux précédents rapports iAGS ([voir ici](#)).

[2] La France et l'Espagne seraient cependant deux exceptions

importantes avec un déficit budgétaire qui s'élèverait respectivement à 4 et 4,2 % en 2015.

[3] Voir le [post de Raul Sampognaro](#) pour un éclairage concernant le cas précis de l'Italie.

Pourquoi Bruxelles doit sanctionner la France et pourquoi la France doit désobéir

par [Henri Sterdyniak](#)

La France a signé le Pacte de Stabilité en 1997 et en 2005 puis le Traité budgétaire en 2012. Selon ces textes, le déficit public d'un pays de la zone euro ne doit pas dépasser les 3 points de PIB ; dès que le déficit public dépasse cette limite, le pays est soumis à la procédure de déficit excessif et doit revenir sous les 3% selon un calendrier accepté par la Commission.

La France s'était engagée à revenir en dessous des 3% en 2012, puis en 2013 ; elle a obtenu, en juin 2013, la possibilité de reporter à 2015 le passage sous les 3%. Mais, selon le budget présenté fin septembre 2014, le déficit public de la France sera toujours de 4,3% du PIB en 2015 ; le passage sous les 3% est reporté à 2017.

En décembre 2012, la France s'était engagée à faire un effort budgétaire de 3,2 points de PIB sur les trois années 2013-14-15 ; selon le nouveau budget, l'effort ne sera que de

1,4 point, soit de 1,1 point en 2013, 0,1 point en 2014, 0,2 point en 2015. Ainsi, la France ne fera même pas en 2014 et 2015 l'effort de 0,8 point de PIB auquel elle s'était engagée en juin 2013 ; elle ne fera pas non plus, durant ces 2 années, l'effort de 0,5 point de PIB, qui s'impose à tous les pays dont le déficit structurel est supérieur à 0,5 point de PIB.

Au lieu de prendre des mesures pour se rapprocher de la trajectoire de solde public annoncée par la Loi de Programmation des Finances Publiques votée en 2012, le gouvernement va faire voter une nouvelle LPFP, ce qui est contraire à l'esprit du Traité budgétaire. Bref, soit Bruxelles sanctionne la France, soit elle renonce à faire respecter les principes du Pacte et du Traité.

Certes, sur le plan technique, une partie de l'écart s'explique par le fait que le gouvernement français a accepté l'estimation de la Commission d'une croissance potentielle de la France limitée à 1% par an en 2013-2015 ; avec une croissance potentielle estimée de 1,6%, l'effort estimé serait plus élevé de 0,3 point par an. Mais le Traité budgétaire précise bien que ce sont les estimations de la Commission qui s'imposent. Sur le plan économique, compte tenu de la situation conjoncturelle, le gouvernement a choisi de privilégier le soutien de la croissance par les baisses d'impôts et de cotisations figurant dans le Pacte de Responsabilité et de Croissance, par rapport au respect des règles européennes. Mais cela n'est pas autorisé par les traités : un pays ne peut décider seul de s'affranchir des règles.

Pour rentrer dans les clous, la France devrait faire en 2015 un effort supplémentaire de baisse des dépenses publiques de l'ordre de 1,4% du PIB, soit de 28 milliards. En même temps, cet effort aurait un impact récessif sur le PIB : au lieu de la croissance de 1,0% en 2015, que prévoit le gouvernement, la France connaîtrait une baisse du PIB de l'ordre de 0,4%[\[1\]](#), de sorte que les rentrées fiscales diminueraient et que

l'objectif de 3% de déficit ne serait pas atteint non plus et nous replongerions en récession. Bref, la France a raison de désobéir.

Ainsi, la Commission pourrait-elle infliger à la France une amende de 0,2% de son PIB, soit de 4 milliards d'euros chaque année. Elle pourrait lui imposer de rendre compte tous les 3 mois de l'exécution de son budget. Elle pourrait lui demander de s'engager fermement sur des réformes structurelles (réforme des retraites, baisse des indemnités chômage, réduction des allocations familiales, diminution du nombre de fonctionnaires). Mais cela rendrait l'Europe encore plus impopulaire pour les Français.

La France n'a aucune difficulté à trouver des financements pour sa dette publique. Elle s'endette à des taux d'intérêt nuls à 1 an, de 1,3% à 10 ans. Elle contribue à garantir les dettes publiques de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal. Elle fait un important effort militaire en Afrique et au Moyen-Orient dont beaucoup de pays de l'UE s'exemptent. La France contribue pour 22 milliards au budget de l'UE et sa contribution nette est de l'ordre de 6 milliards. Son déficit public n'a aucune conséquence néfaste pour ses partenaires européens ; au contraire, il soutient leur activité. De sorte que la sanction apparaîtrait comme absurde : on pénaliserait un pays pour ne pas respecter une limite arbitraire de 3%. Non pour des motifs économiques, mais pour faire un exemple, pour renforcer la crédibilité des traités en vigueur.

La France n'est pas le seul pays à ne pas respecter les critères européens de finances publiques. En 2014, par exemple, l'Irlande, le Portugal, l'Espagne, mais aussi, en dehors de la zone euro, le Royaume-Uni, les Etats-Unis, le Japon ont des déficits publics supérieurs à 3 % du PIB. La quasi-totalité des pays de l'OCDE ont des dettes publiques supérieures à 60% du PIB. De toute évidence, ces critères sont mal pensés.

La France a fait des efforts budgétaires importants depuis 2009, de l'ordre de 4,5 points de PIB[2], soit un peu plus que la moyenne des pays de la zone euro. Les pays qui ont fait des efforts plus importants (Grèce, Espagne, Portugal, Irlande) sont dans des situations économiques préoccupantes en termes de chômage et d'écart de production. Il est légitime que la France, où les investissements publics sont particulièrement importants (4 points de PIB) conserve un certain déficit public.

Lorsque tous les pays de la zone font en même temps des politiques d'austérité, le PIB de la zone est lourdement affecté et les objectifs de finances publiques ne peuvent être atteints. C'est ce que l'on voit en Europe depuis 2012, mais la Commission refuse de renoncer à sa politique d'austérité, malgré ses résultats désastreux, qui avaient d'ailleurs été annoncés dès 2011[3].

En fait, les objectifs européens n'ont aucun fondement économique : les limites de 3% du PIB pour le déficit et de 60% du PIB pour la dette sont arbitraires. Il est légitime qu'un pays qui investit beaucoup et qui est en récession ait un déficit public relativement important. Il serait suicidaire d'ajouter une politique trop restrictive à une situation déjà déprimée par la crise financière, puis par la crise des dettes des pays du sud de la zone euro, puis par les politiques d'austérité mises en œuvre.

Le problème est que les gouvernements français successifs ont eu tort d'accepter de signer le Pacte de Stabilité puis le Traité Budgétaire, ont eu tort de prendre des engagements stupides sur le plan économique, impossibles à tenir. La France apparaît aujourd'hui comme un partenaire non digne de confiance, incapable de tenir ses engagements. Il aurait été plus courageux et plus honnête de refuser de signer.

Sur le plan du droit européen, la France n'aurait pas le droit de ne pas tenir compte des sanctions de l'UE. Le refus de la

France de modifier son budget ouvrirait une grave crise en Europe. Il mettrait en cause les fondements de la coordination budgétaire que l'UE a mis en place : la norme de 3%, la procédure de déficit excessif, l'objectif de solde équilibré, le pilotage par le semestre européen, etc. Cette coordination a été imposée par l'Allemagne et les pays du Nord en échange de leur acceptation de la monnaie unique.

En sens inverse, cette pseudo-coordination par des règles arbitraires se révèle totalement contreproductive ; la politique d'austérité pilotée par la Commission a tué la reprise qui s'esquissait en 2010-11 ; la zone euro reste une zone de faible croissance, de chômage de masse et de déséquilibres entre les Etats membres. A l'évidence, la priorité aujourd'hui est de mettre un terme aux politiques d'austérité et de coordonner des politiques de relance en adoptant des mesures spécifiques pour les pays en déséquilibre (plus de salaires et de protection sociale en Allemagne, des investissements productifs dans les pays du Sud).

De sorte que la question se posera : ne faudrait-il pas que la France ait le courage de dire clairement qu'elle refuse de se plier à des règles budgétaires contre-productives et qu'elle demande une rupture franche dans les politiques de l'UE ?

[1] En prenant un multiplicateur de dépenses publiques égal à 1.

[2] Selon les estimations de l'OCDE, [Economic Outlook data base, table 30](#), ou de l'OFCE (Voir, « [France, ajustements graduels](#) », *Revue de l'OFCE*, avril 2014, page 91)

[3] Voir dans la *Revue de l'OFCE*, janvier 2011, n°116, les

articles : Mathieu C. et H. Sterdyniak : « [Finances publiques, sorties de crise](#) » ; J. Creel, E. Heyer E. et M. Plane : « [Petit précis de politique budgétaire par tous les temps](#) ».

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

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

Le débat sur les politiques économiques en Europe a été relancé cet été par [Mario Draghi](#), lors du désormais traditionnel symposium de Jackson Hole, qui réunit notamment les principaux banquiers centraux de la planète. Malgré cela, il semble que les uns ([Wolfgang Schäuble](#), Ministre allemand des finances) et les autres ([Christine Lagarde](#), directrice du FMI) continuent de camper sur leurs positions : discipline budgétaire et réformes structurelles, d'un côté ; relance de la demande et réformes structurelles, de l'autre. La différence est certes ténue, mais elle a ouvert la voie à ce que Mme Lagarde a dénommé « des marges de manœuvre budgétaires pour soutenir la reprise européenne ». Elle vise en particulier l'Allemagne, mais a-t-elle effectivement raison ?

Dans l'[interview](#) accordée au quotidien *Les Echos*, Christine Lagarde déclarait que l'Allemagne « dispose très probablement de marges de manœuvre budgétaires pour soutenir la reprise européenne ». Force est de constater que la zone euro est toujours en panne de croissance (au deuxième trimestre 2014,

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

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

Dans un [document de travail récent de l'OFCE](#), nous avons tenté de capter ces différents effets, commerciaux et de politique monétaire, dans une maquette dynamique de la zone euro. Il en ressort qu'une impulsion budgétaire positive de 1 point de PIB

en Allemagne pendant trois années consécutives (soit un plan de 27,5 milliards d'euros par an[1]), augmenterait la croissance de la zone euro de 0,2 point la première année. Cet effet n'est certes pas négligeable. Pour autant, il résulte exclusivement de la stimulation dont bénéficierait la croissance allemande et non des effets de débordement vers les partenaires européens de l'Allemagne. En effet, et à titre d'exemple, l'augmentation de la croissance espagnole serait dérisoire (0,03 point de croissance seulement la première année). La faiblesse des effets de débordement s'explique simplement par la valeur modérée du multiplicateur budgétaire[2] en Allemagne. En effet, la littérature récente sur les multiplicateurs suggère que ceux-ci sont d'autant plus élevés que l'économie est en situation de basse conjoncture. Or selon les estimations d'écart de croissance retenues dans notre modèle, l'Allemagne ne serait pas dans ce cas si bien que la valeur du multiplicateur tomberait à 0,5 selon la calibration des effets multiplicateurs retenus pour nos simulations. Ainsi la croissance allemande augmentant de 0,5 point, l'effet de stimulation pour le reste de la zone euro est faible et dépend ensuite de la part de l'Allemagne dans les exportations de l'Espagne et du poids des exportations espagnoles dans le PIB espagnol. *In fine*, une relance allemande serait sans aucun doute une bonne nouvelle pour l'Allemagne mais les autres pays de la zone euro risquent d'être déçus comme ils le seront sans doute de la mise en œuvre du salaire minimum ainsi que le suggéraient [Odile Chagny et Sabine Le Bayon](#) dans un post récent, au moins à court terme. On peut certainement supposer qu'à plus long terme, la relance allemande contribuerait à augmenter les prix outre-Rhin, y dégradant la compétitivité et offrant ainsi un canal supplémentaire par lequel les autres pays de la zone euro pourraient bénéficier d'une plus forte croissance.

Et si le même montant d'impulsion budgétaire n'était pas utilisé en Allemagne, mais plutôt en Espagne où l'écart de croissance est plus important, qu'advierait-il ? De fait, la

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

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

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

En points

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

Source : iAGS model.

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

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

Une assurance chômage pour la zone euro ?

Par [Xavier Timbeau](#)

Dans la dernière parution de la Direction générale du Trésor, [Lettre Trésor-Eco, n° 132, juin 2014](#) (Ministère des Finances et des Comptes publics et Ministère de l'Économie du Redressement productif et du Numérique), Thomas Lellouch et Arthur Sode développent le mode de fonctionnement et les mérites d'une assurance chômage commune à la zone euro. Ils en précisent les modalités d'application, par grandes étapes, qui en assurent la neutralité entre Etats membres. Ils plaident pour des politiques de l'emploi et du marché du travail harmonisées, conduisant à long terme à un taux de cotisation unique dans la zone euro :

– « La mutualisation au niveau de la zone euro d'une composante de l'assurance chômage permettrait de doter la zone euro d'un instrument de solidarité nouveau, à même de donner une véritable incarnation à l'Europe sociale tout en

renforçant la stabilisation de la zone dans son ensemble ...

– Ce socle commun indemniserait par exemple les chômeurs de moins d'un an (la composante la plus cyclique) à hauteur de 50 % de leur salaire passé, avec un financement reposant sur une base harmonisée (par exemple la masse salariale). Il serait complété par une indemnisation nationale en fonction des préférences de chaque État, et assurerait ainsi le maintien du niveau actuel de l'indemnisation ...

– Une modulation des taux de cotisation de chaque État membre en fonction de son niveau de chômage, avec des mises à jour régulières en fonction des tendances passées, assurerait une neutralité budgétaire *ex ante* entre États membres ...

– À plus long terme, et après une convergence des taux de chômage entre les différents États membres, un système marquant une solidarité accrue entre États membres pourrait être envisagé, avec un financement *via* un taux de cotisation unique... ».

Une solidarité nouvelle, mais trois problèmes se posent...

L'assurance chômage est un important stabilisateur automatique. Sa mutualisation par les États membres de la zone euro aurait permis d'importants transferts au cours de la crise que nous venons de traverser. Suivant le schéma proposé par les auteurs (mutualisation de la composante la plus cyclique), l'Espagne aurait pu bénéficier de presque 35 milliards d'euros à la fin 2012, provenant essentiellement de l'Allemagne et de la France. Ce n'est pas de nature à annuler le déficit public de l'Espagne, mais cela aurait contribué à ce qu'il soit moins important.

Un tel dispositif pourrait avoir un rôle majeur pour éviter les crises de dette souveraine par lesquelles le crédit d'un État est asséché. Il introduirait une solidarité et des transferts neutres au cours des cycles, mais réactifs à la conjoncture.

Trois problèmes se posent cependant : le premier est que les systèmes d'assurance chômage sont le fruit de compromis sociaux nationaux, bien perçus et en cohérence avec le reste des politiques nationales sur le marché du travail, actives ou non. Une assurance chômage européenne s'ajoutant sur les systèmes nationaux pourrait conduire à de la confusion et la remise en cause de l'équilibre national. Le dialogue social en serait perturbé, puisque les partenaires sociaux disposeraient d'une ressource potentielle dont ils ne sont pas responsables, sans compter que les autorités européennes, ou les pays partenaires, pourraient estimer avoir leur mot à dire. Or, l'assurance chômage est souvent un sujet sensible comme l'illustre la question des intermittents en France en ce début d'été 2014.

Ceci pourrait être résolu en limitant la mutualisation à des transferts macroéconomiques, indépendamment des modalités nationales. Mais, et c'est le second problème, pour éviter que les transferts entre Etats ne deviennent pérennes, il faut équilibrer les transferts sur le « cycle économique ». Cela demande une procédure d'identification de ce cycle, partagée par les parties prenantes. L'expérience récente de la crise, ou encore celle du calcul des déficits structurels, montre que c'est loin d'être acquis. Une autre option serait de « recharger » le dispositif avant d'y recourir, en accumulant des contributions avant un retournement majeur pendant quelques années. Il suffirait alors d'en limiter l'usage à ce qui a été accumulé pour résoudre les conflits. Mais alors, le dispositif n'a plus aucun intérêt face à une crise systémique. Le jour où le matelas a fondu, les rois sont aussi nus qu'avant. Au mieux on retarde la crise, au pire on l'aggrave.

Une dernière option est de renoncer à l'équilibre des transferts *a priori* (ou par la mécanique de fonctionnement), en le laissant au fil de l'eau se polariser dans un sens ou dans un autre et d'en assurer la convergence asymptotique. Mais alors, le dispositif peut conduire à une situation de

transfert structurel non désirée qui pourrait précisément le remettre en cause.

L'Espagne a ainsi un chômage élevé, largement au-dessus de son taux structurel ; entrer dans un dispositif de transfert assis sur les écarts entre le chômage courant et le chômage structurel ne peut que se faire à l'équilibre, ou bien demande de prendre le risque d'un transfert initial durable.

C'est alors que surgit le troisième problème, la gouvernance. Il est difficile de concevoir un tel dispositif sans qu'il implique au moins potentiellement des transferts importants entre États. Comment justifier ces transferts sans représentation commune légitime ? Et, comment éviter que ces transferts ne soient l'instrument d'un contrôle de l'ensemble de la politique macroéconomique. La mise en place de l'Union bancaire rappelle que cette difficulté est centrale. De même, le refus de l'Espagne de se soumettre aux conditions posées dans le cadre d'un programme d'assistance classique (UE/FMI) indique bien qu'en l'absence d'une solidarité sincère et légitime, les bénéficiaires des transferts seront tout aussi méfiants que les payeurs.