

# Évolution et difficultés actuelles de la zone euro

Professeurs de l'Académie d'Orléans-Tours

2 Décembre à Bourges et 9 Décembre à Châteauroux

Bernard Cherlonneix Directeur départemental Région Centre Val de Loire /  
Eure-et-Loir Chartres

**I) Évolution de l'euro**

**II) Difficultés actuelles de la zone euro**

# I) Évolution de l'euro

L'euro est une réponse de l'Europe à la déconstruction monétaire du monde au 20ème siècle...

... et à « la plus grande décision de l'histoire monétaire du monde » (Nixon) le 15 août 1971

... après les essais de stabilisation du Serpent monétaire européen (1972-1978) et du Système Monétaire Européen (1979-1993)

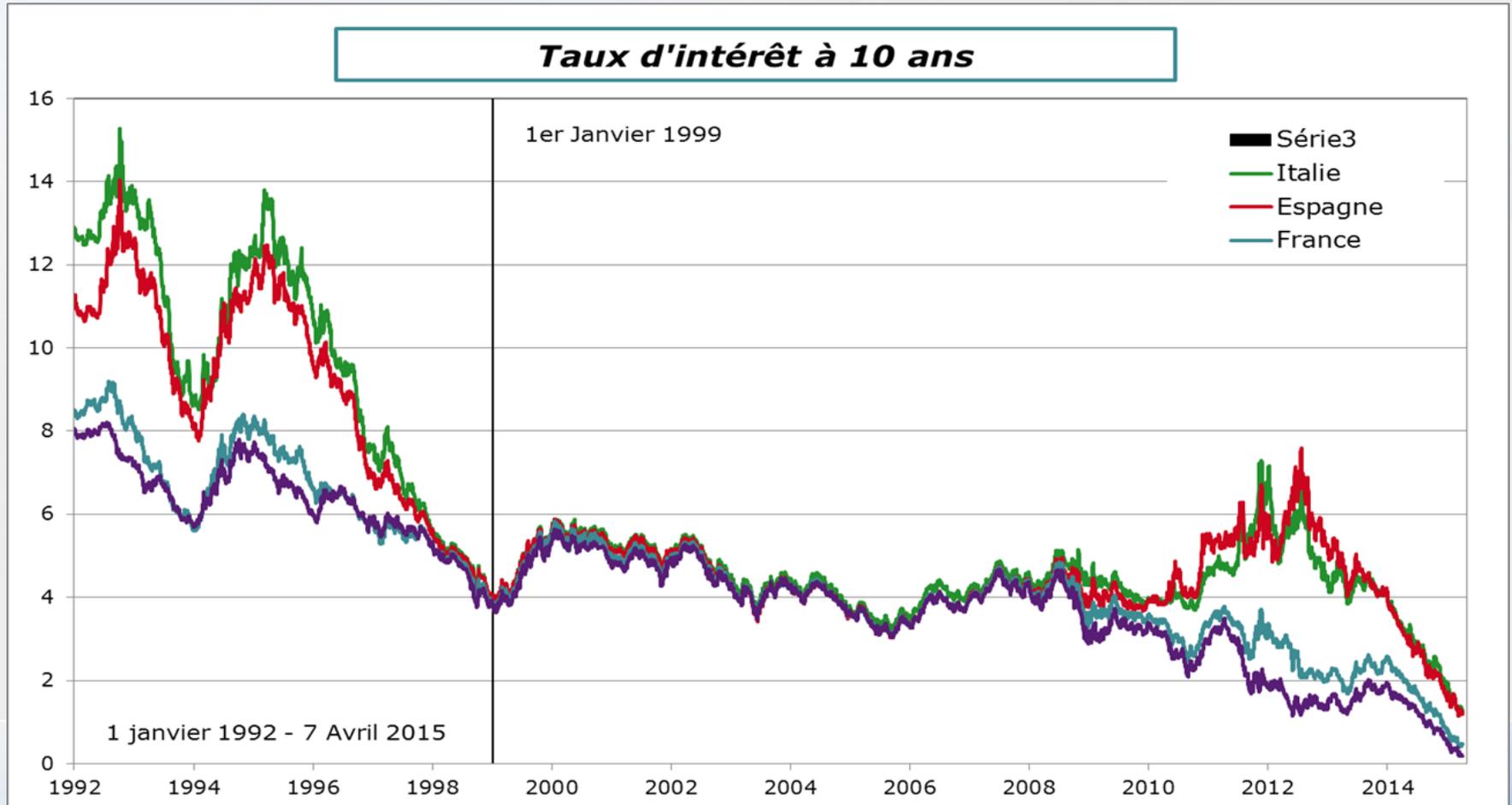
# I) Évolution de l'euro

- En 1999 l'euro et les institutions « fédérales » de l'euro (BCE, SEBC, BCN, Eurosystem) se mettent en place dans une « zone euro » à 12
  - La BCE est la filiale des banques centrales nationales
  - Elle est dirigée par un Président (du directoire) désigné par le Conseil Européen et placé sous le contrôle d'un Comité des Gouverneurs
- En 2002, l'euro se concrétise pour les citoyens des pays de la zone euro avec l'arrivée de l'euro fiduciaire (ES1, en train d'être remplacé depuis 2014 par la nouvelle série ES2...)



# I) Évolution de l'euro

- De l'état de grâce des taux bas convergents....



# I) Évolution de l'euro

- ...en passant par la maîtrise des prix....

## Prix à la consommation

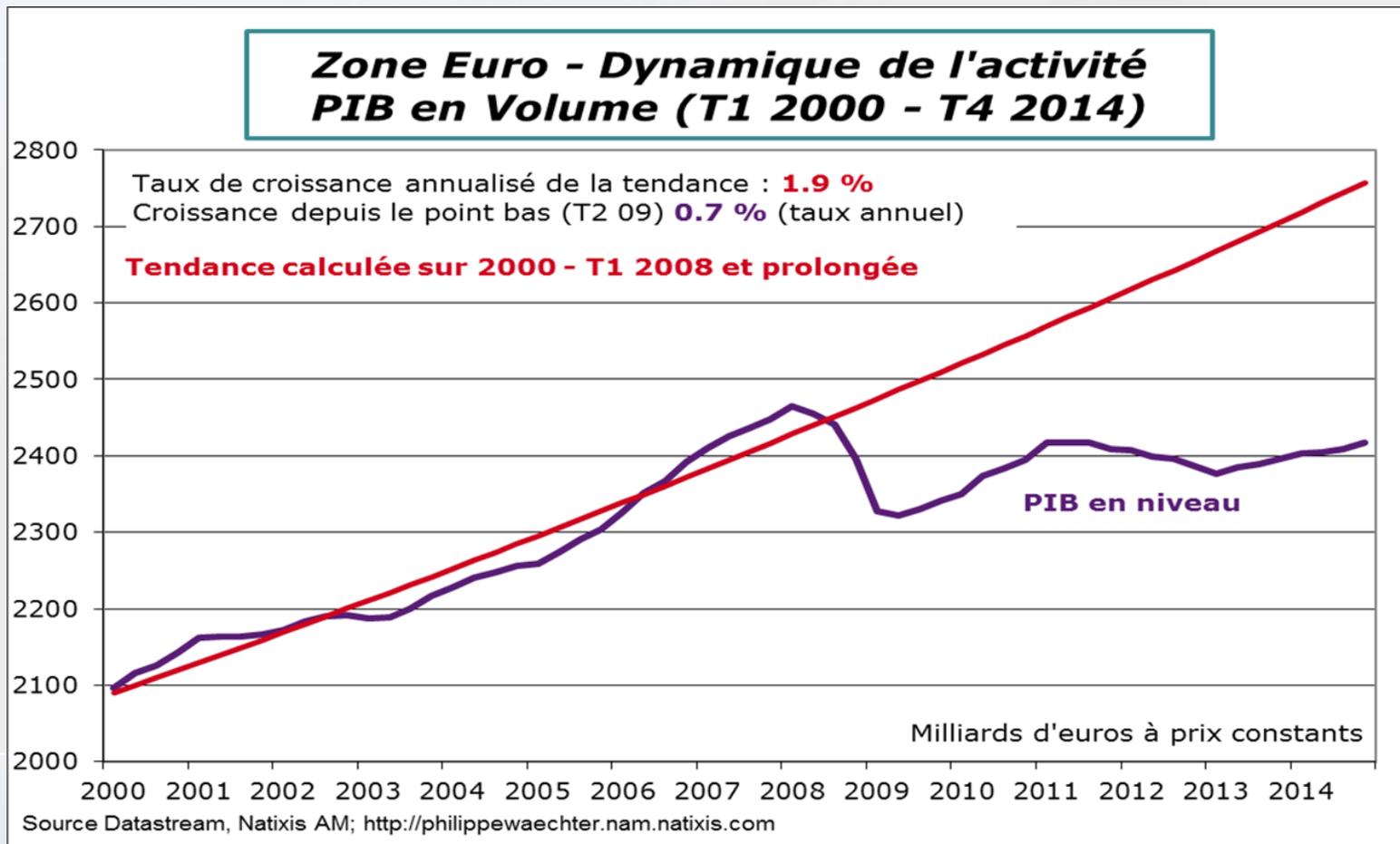
Glissement annuel en pourcentage

Source : Eurostat



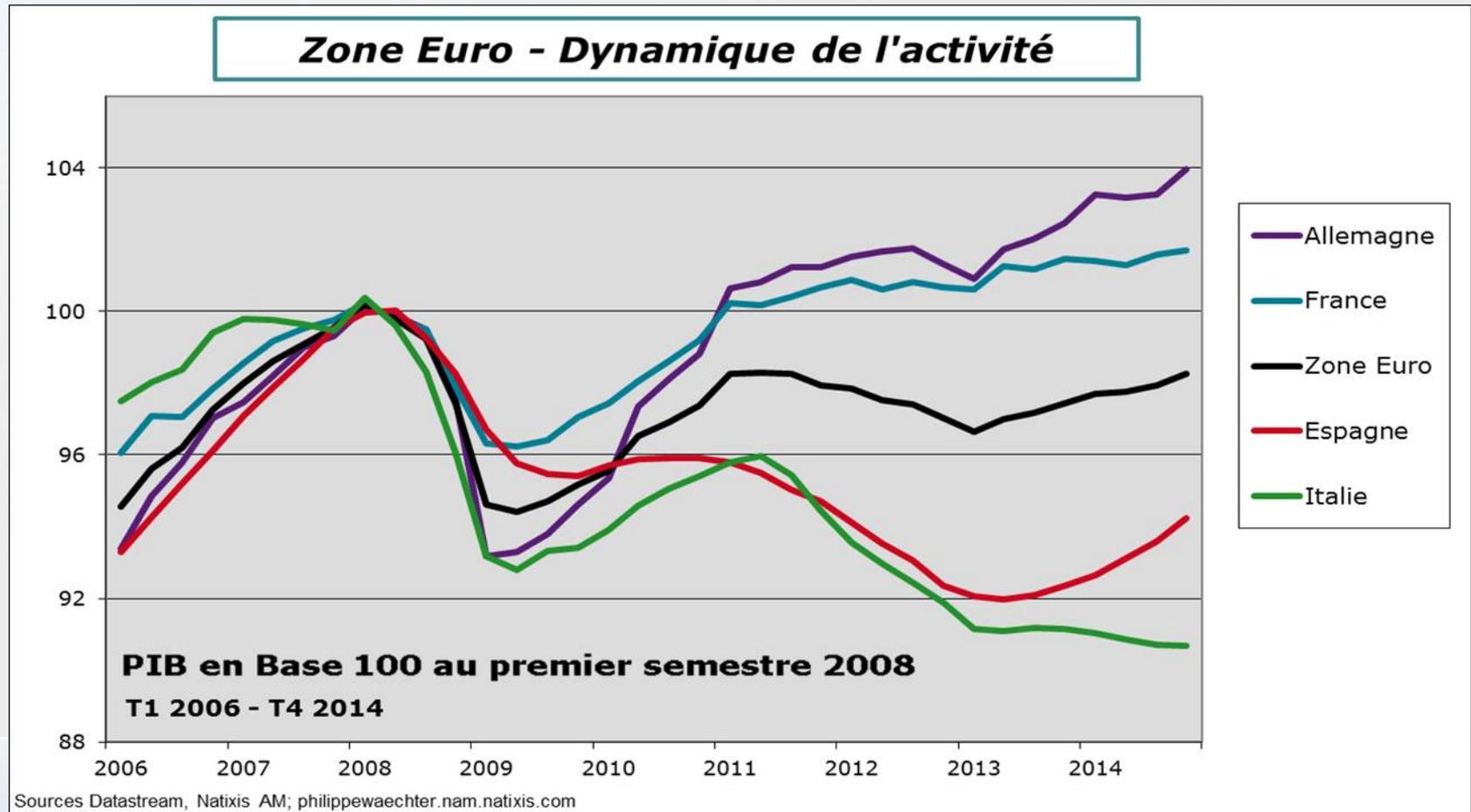
# I) Évolution de l'euro

- ... et de la croissance.... à l'épreuve des réalités (1)



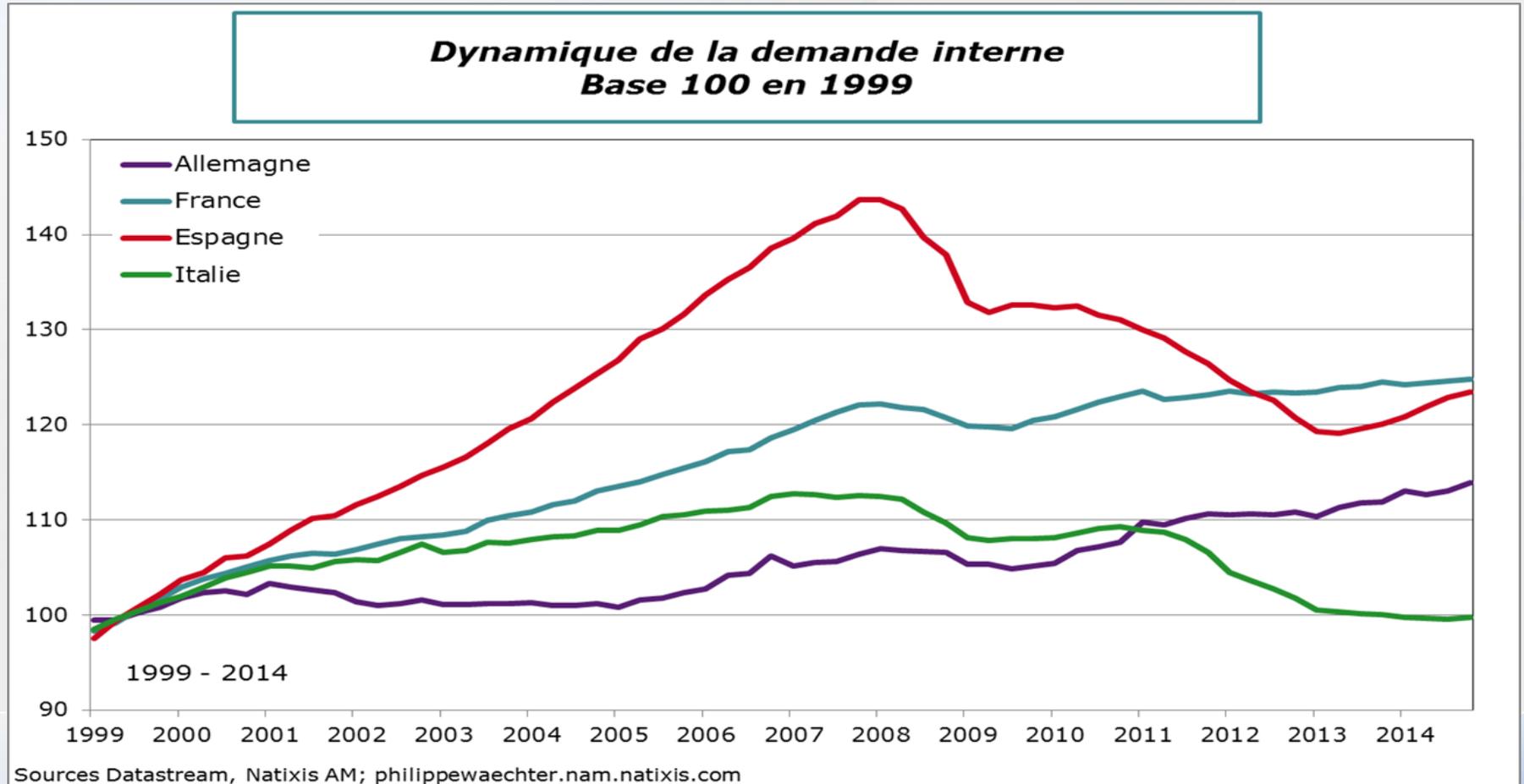
# I) Évolution de l'euro

- A l'épreuve des réalités (2) : divergence de l'activité



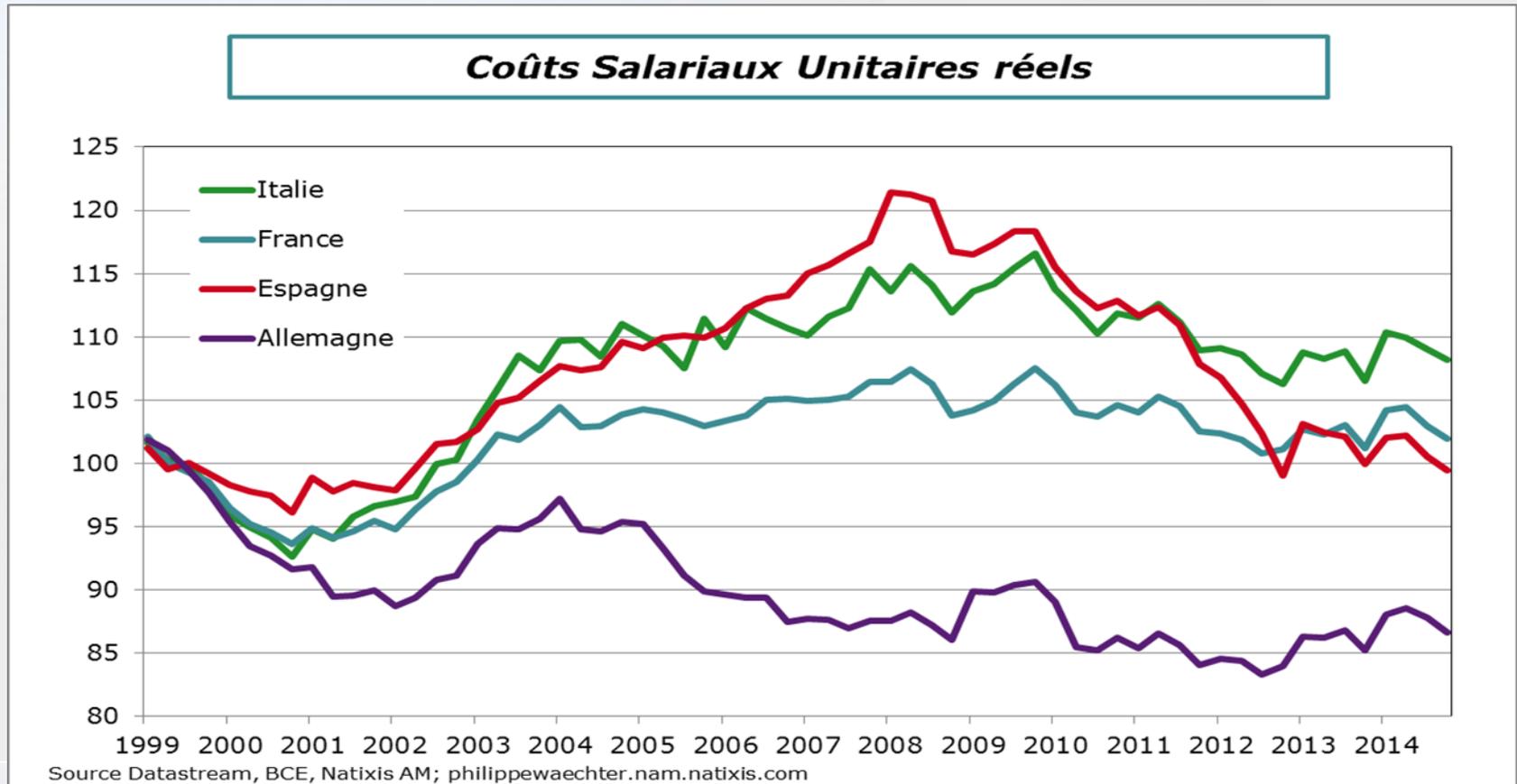
# I) Évolution de l'euro

- A l'épreuve des réalités (3) : divergence de la



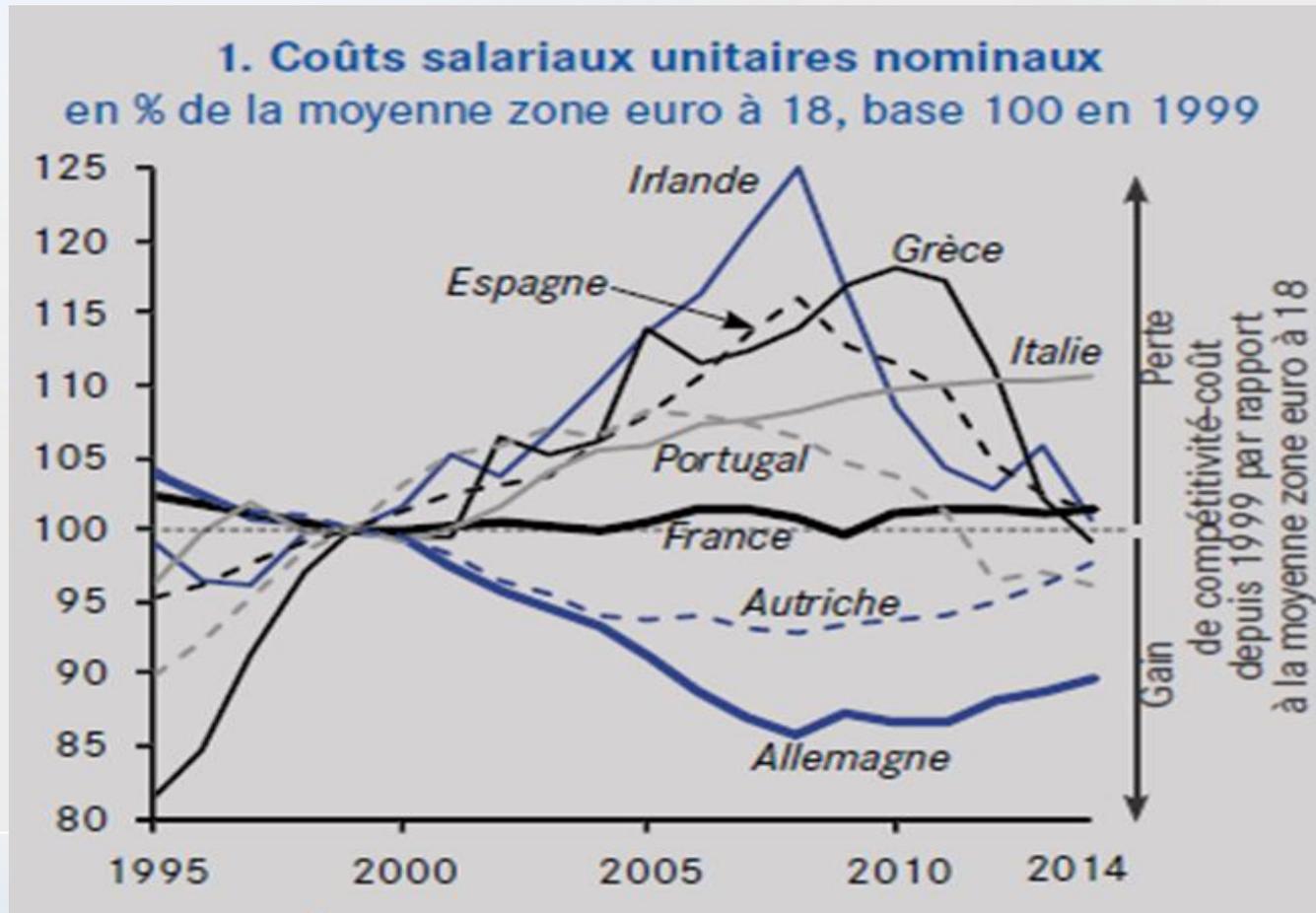
# I) Évolution de l'euro

- A l'épreuve des réalités (4) : écarts de coûts



# I) Évolution de l'euro

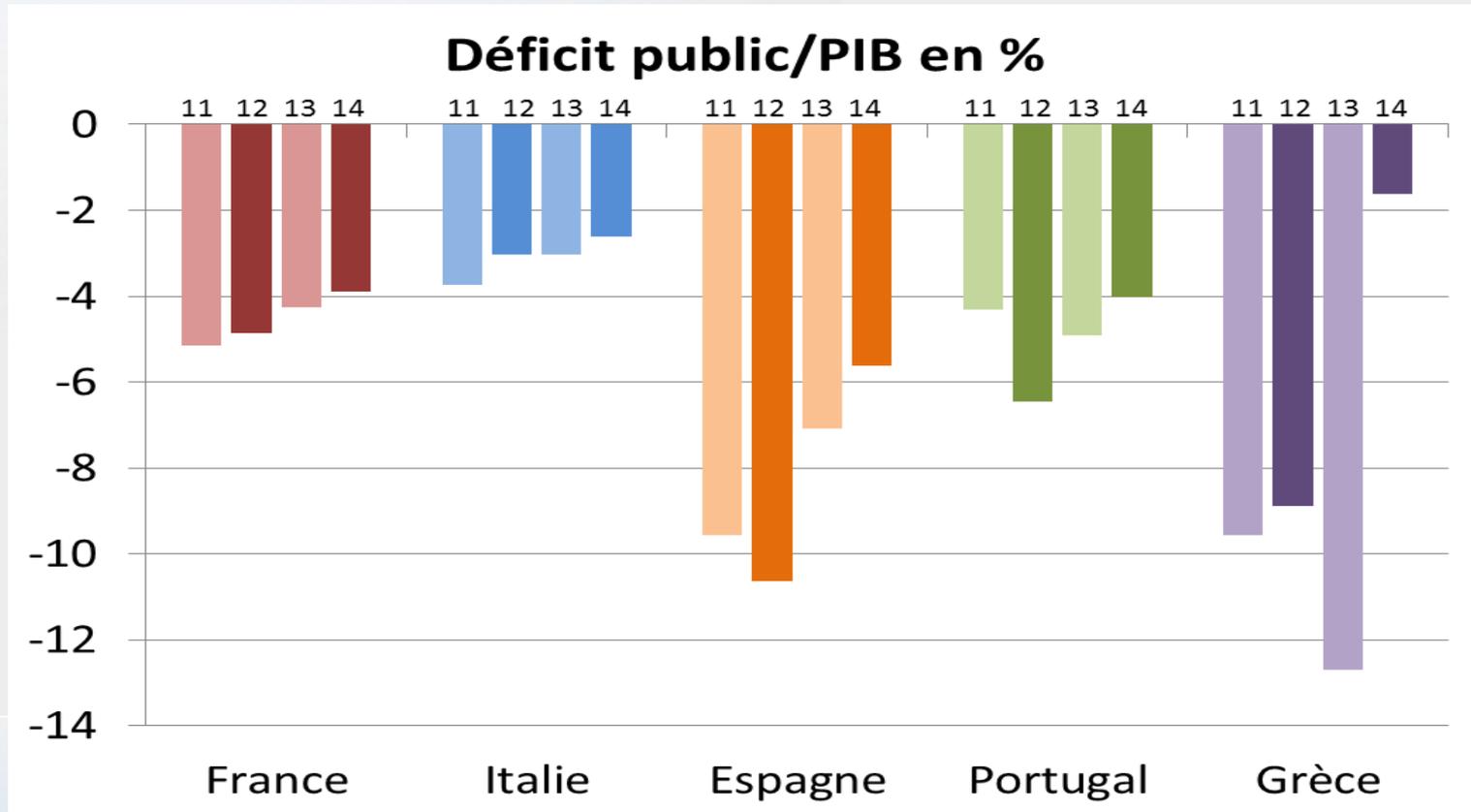
- A l'épreuve des réalités (5) : écarts salariaux





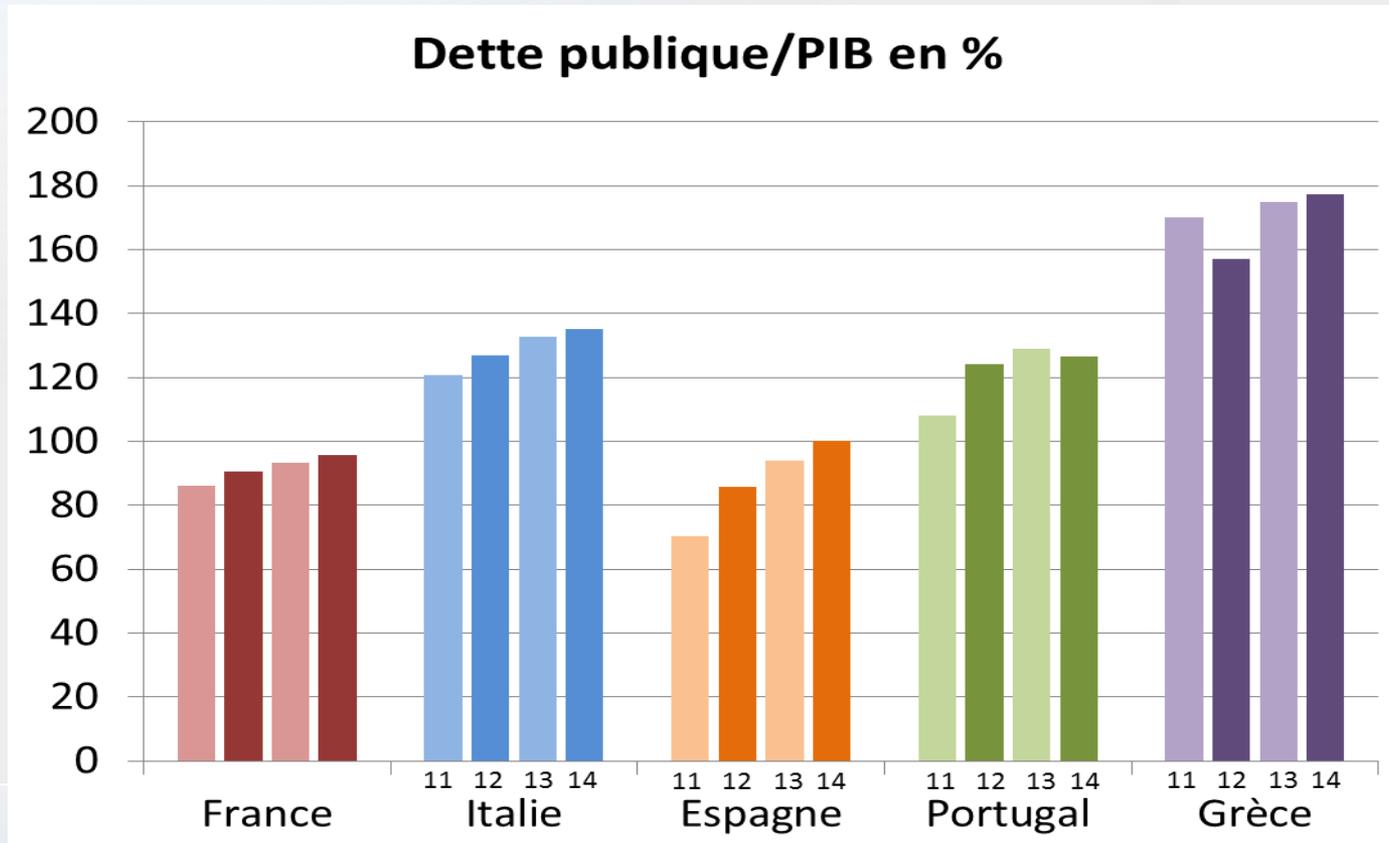
# I) Évolution de l'euro

- A l'épreuve des réalités (6) : des déficits budgétaires au-delà des normes du pacte de stabilité et de croissance



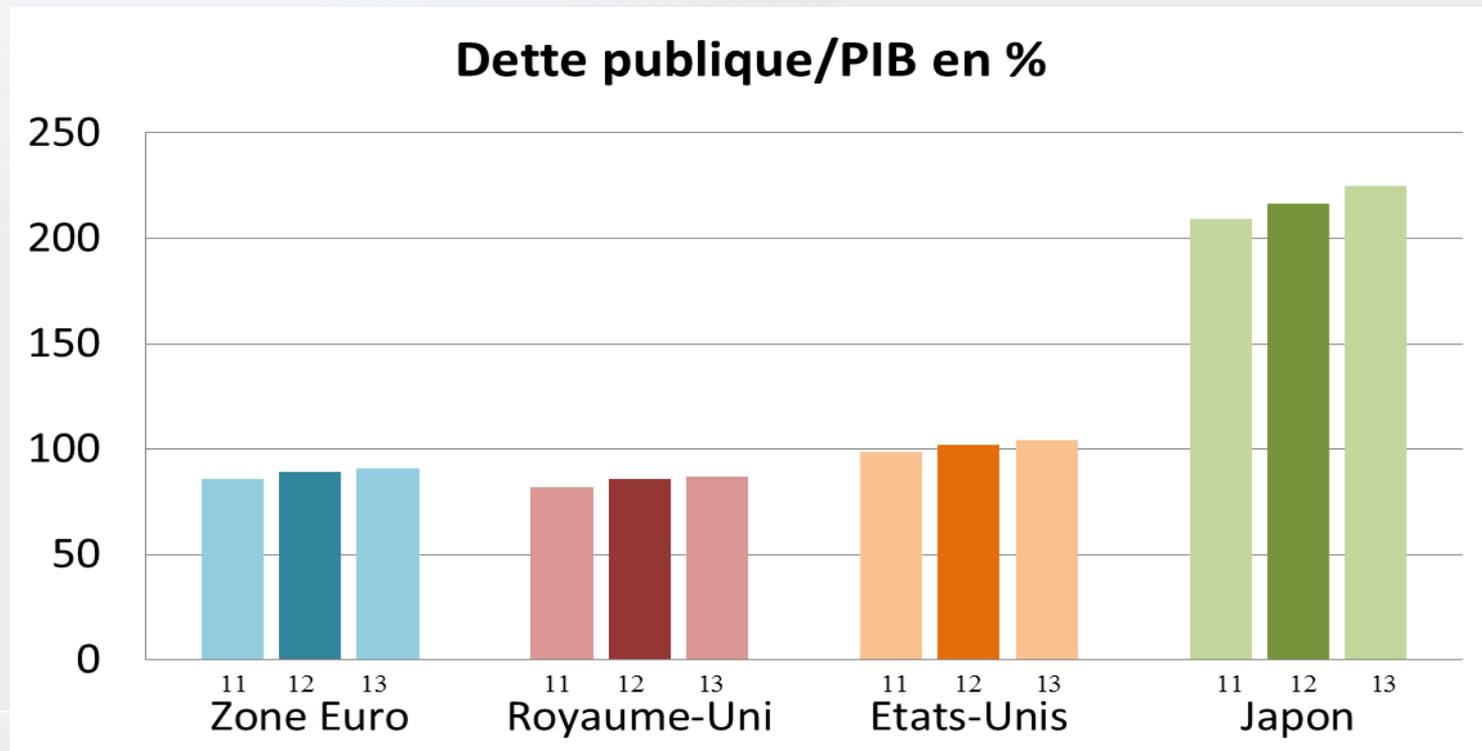
# I) Évolution de l'euro

- A l'épreuve des réalités (7) : des dettes publiques croissantes



# I) Évolution de l'euro

- A l'épreuve des réalités (8) : des dettes publiques qui se comparent favorablement



I) Histoire de l'euro

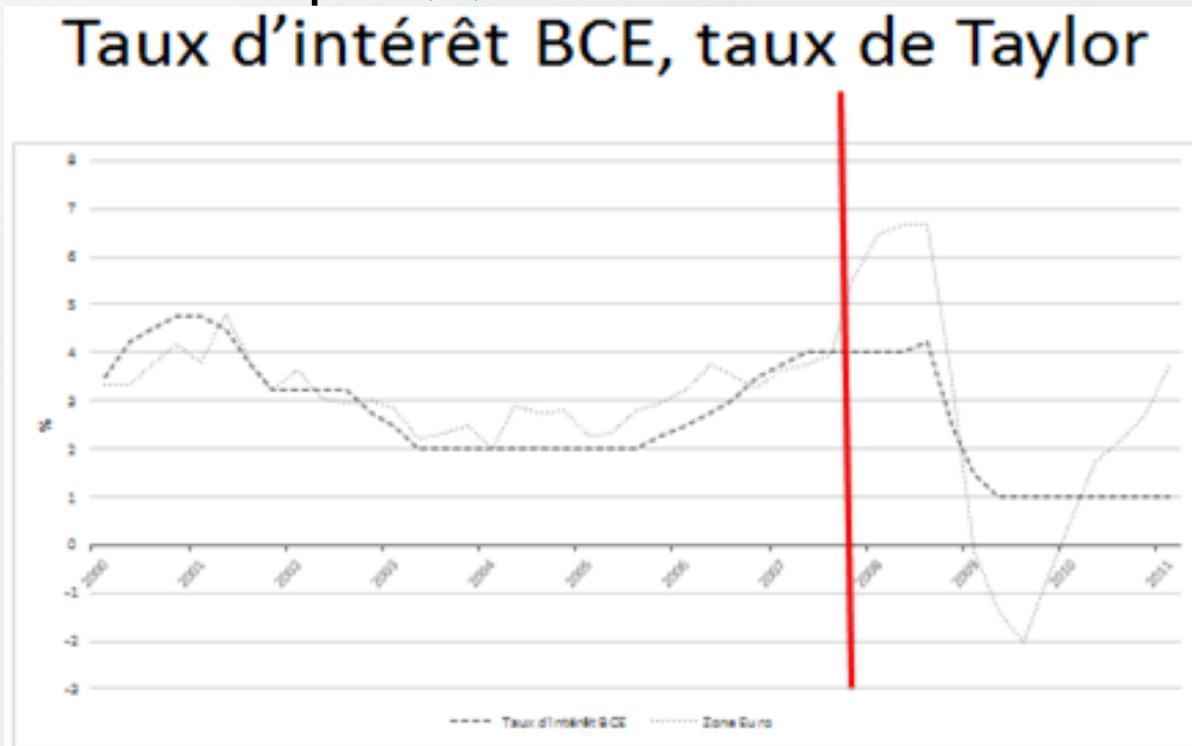
**II) Difficultés actuelles de la zone euro**

## II) Difficultés actuelles de la zone euro

- Des tensions à résoudre entre :
  - conjonctures nationales et politique monétaire unique → outils macroprudentiels de stabilisation financière (LTV-DTI ratios, RO, contrôle des capitaux)
  - politique monétaire non conventionnelle et réglementation bancaire → réparer le canal du crédit par une réorganisation du système financier
  - gouvernance de la zone euro et souverainetés nationales → créer « l'équivalent État » dont l'euro est déjà la monnaie : Union budgétaire, bancaire...

## II) Difficultés actuelles de la zone euro

- Tension entre conjonctures nationales et politique monétaire unique (1)

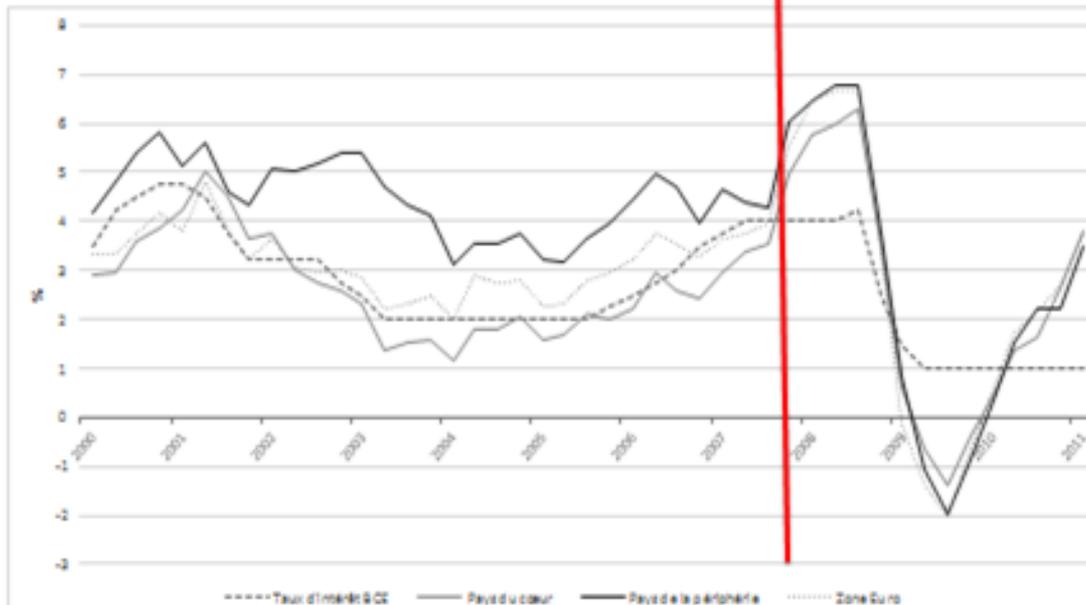


Source : Coupey-Soubeyran J, S. Dehmej (2015) – à paraître dans la Revue d'économie politique

## II) Difficultés actuelles de la zone euro

- Tension entre conjonctures nationales et politique monétaire unique (1 bis)

### Taux d'intérêt BCE, taux de Taylor

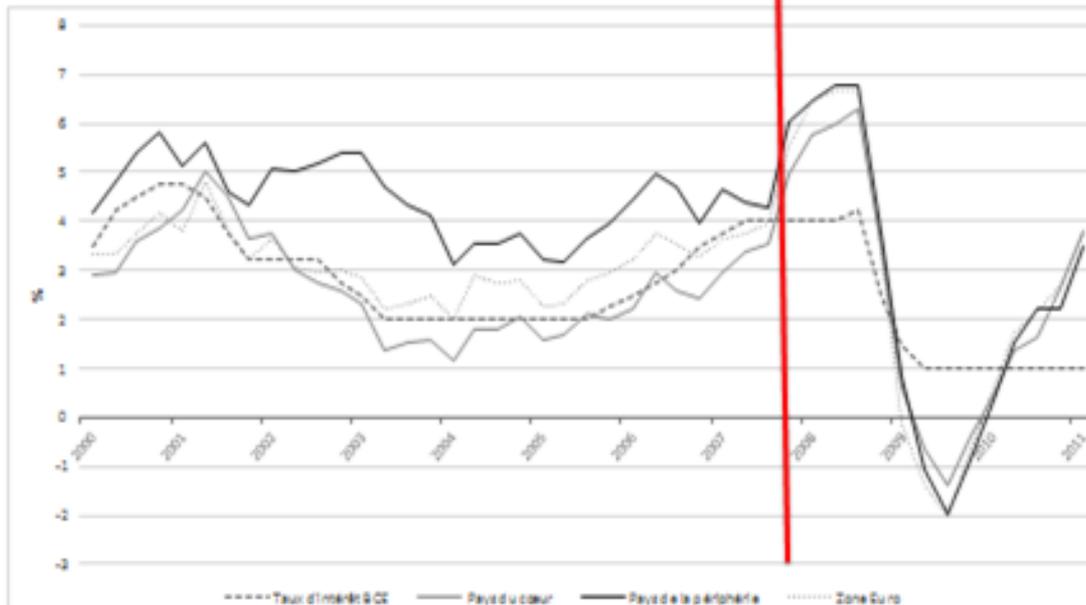


Source : Coupey-Soubeyran J., S. Dehmej (2015) – à paraître dans la Revue d'économie politique

## II) Difficultés actuelles de la zone euro

- Tension entre conjonctures nationales et politique monétaire unique (1 ter)

### Taux d'intérêt BCE, taux de Taylor



Source : Coupey-Soubeyran J., S. Dehmej (2015) – à paraître dans la Revue d'économie politique

## II) Difficultés actuelles de la zone euro

- Tension entre politique monétaire non conventionnelle et réglementation bancaire...  
...qui obstrue le canal du crédit

## II) Difficultés actuelles de la zone euro

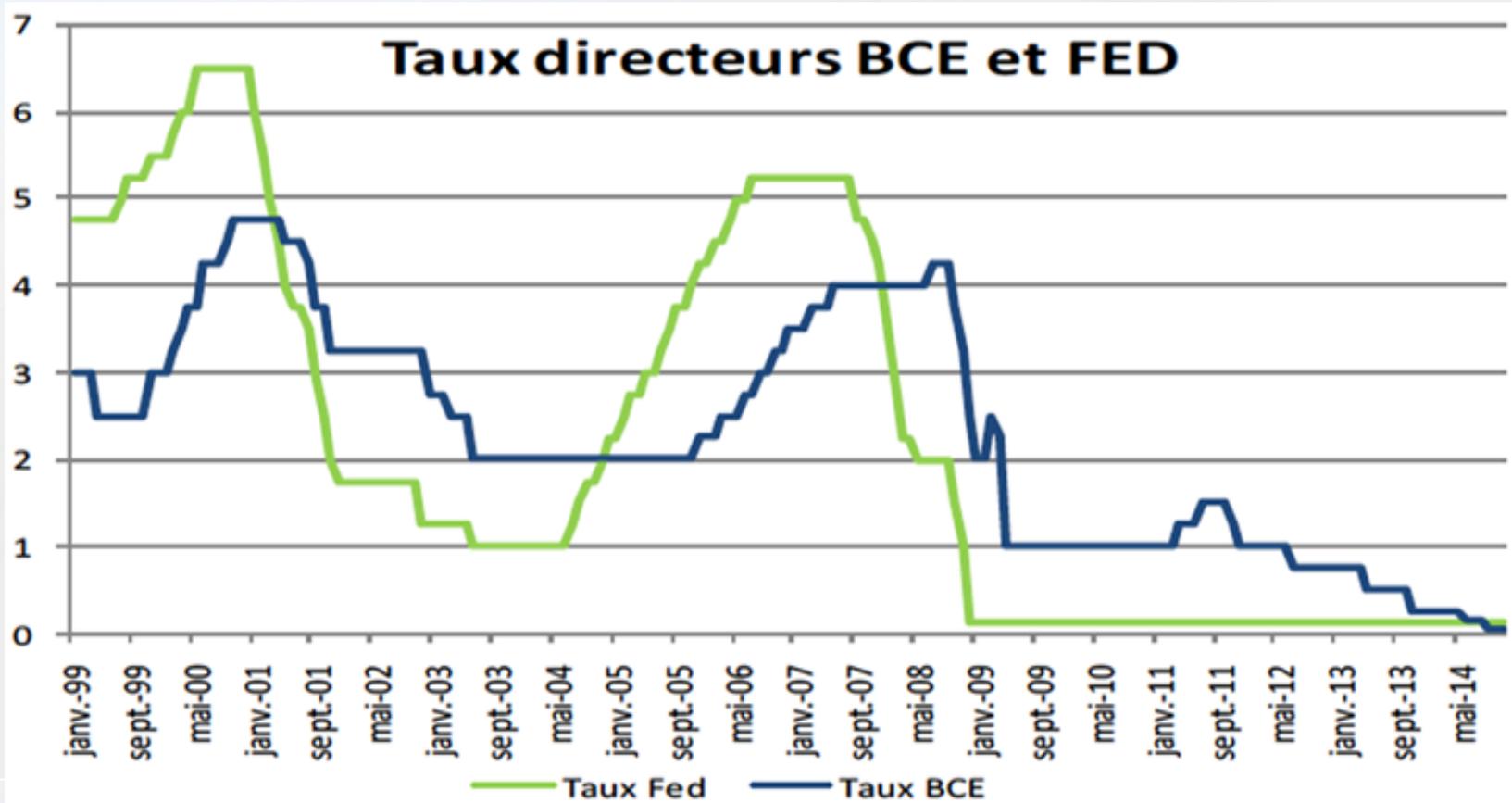
- Une politique monétaire non conventionnelle ...

Phases	Evolution du bilan de la BCE	Mesures de politiques monétaires non conventionnelles	Lancement
08/2007-09/2011	- Augmentation faible	- Fourniture de liquidités à taux fixe, soumissions totalement servies - Extension de la liste des collatéraux admis - LSL : Liquidity Swap Lines - CBPP1 : Covered Bonds Purchase Programme - SMP : Securities Market Purchases	Octobre 2008 Octobre 2008 Octobre 2008 Juillet 2009 Mai 2010
09/2011-06/2012	- Forte augmentation	- CBPP2 - LTRO (3 ans) : long-Term Refinancing Operations	Novembre 2011 Décembre 2011
06/2012-12/2014	- Dégonflement du bilan	- OMT : Outright Monetary Transaction - Forward guidance - TLTRO (4 ans): Targeted Longer-Term Refinancing Operations	Août 2012 Juillet 2013 Septembre 2014
12/2014 - présent	- Regonflement du bilan	- CBPP3 - ABSPP : Asset-Backed Securities Purchase Programme - EAPP : Expanded Asset Purchase Programme - PSPP : Public Sector Purchase Programme	Octobre 2014 Novembre 2014 Mars 2015 Mars 2015

Source : E. Carré (2015)

## II) Difficultés actuelles de la zone euro

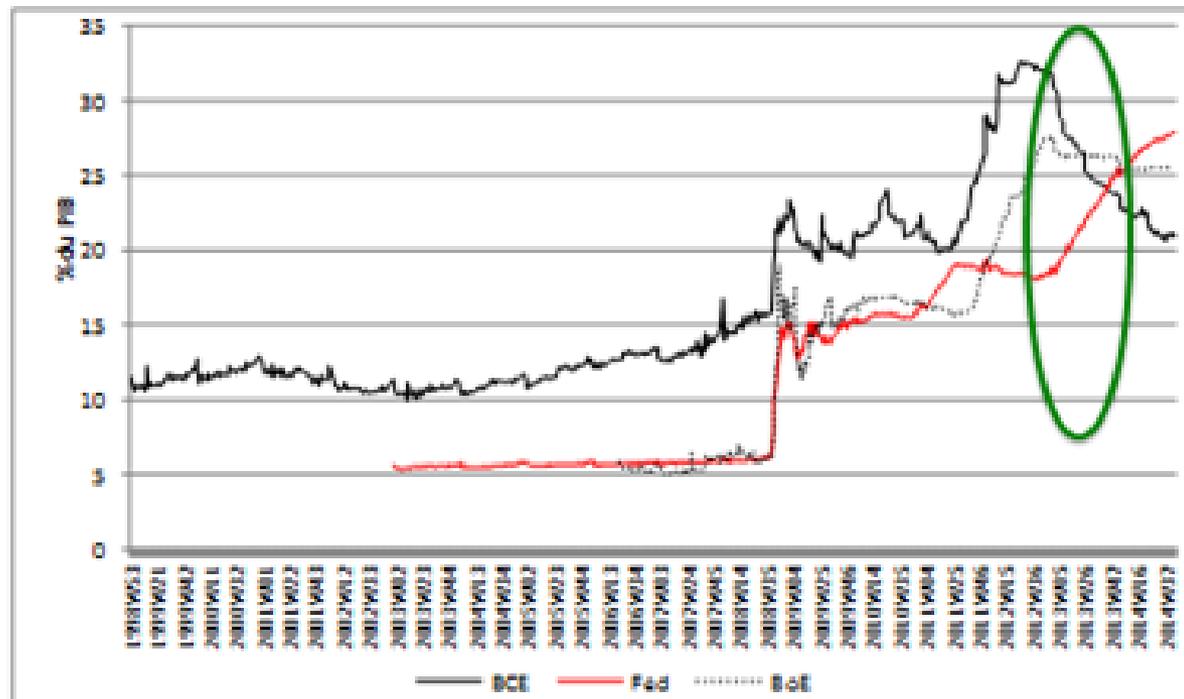
- Une politique monétaire non conventionnelle...



## II) Difficultés actuelles de la zone euro

- Une politique monétaire non conventionnelle...

### Bilan BCE, FED, BoE (en % du PIB)



Source : E. Carré (2015)

# The Economist (31 janvier 2015)

Mais un canal du crédit obstrué...



## II) Difficultés actuelles de la zone euro

- Tension à surmonter entre la gouvernance de la zone euro et les souverainetés nationales :
  - en créant l'équivalent État dont l'euro est déjà la monnaie et que la « zone euro » n'est pas
    - par la convergence des politiques économiques et budgétaires et par les réformes structurelles
    - en avançant sur la voie de l'intégration dont l'Union Bancaire est un bon exemple
  
- ...bref en créant a posteriori et pas à pas une « zone monétaire optimale » (resserrée ou pas ?)

## II) Difficultés actuelles de la zone euro

- En guise de conclusion :

Malgré les dysfonctionnements de la zone euro et les incertitudes (Grexit ?) l'euro est une « bonne chose » pour 70 % des habitants de la zone euro, un succès économique (70 % des export ZE facturés en €, 20 % des réserves de change, stabilité des prix) et un enjeu d'une telle envergure que les constituants de l'Union Européenne sont tenus de trouver les « voies et moyens » de sa pérennisation.

# Débat actuel sur la « création monétaire »

- Le débat ancien, mais réactualisé par la crise bancaire, entre l'école :
  - « les dépôts font les crédits » (crédit = transfert d'épargne sans création monétaire)
  - et l'école « les crédits font les dépôts » (crédit = création monétaire *ex nihilo* )

# Débat actuel sur la « création monétaire »

- En fait historiquement les premiers crédits « bancaires » ont bien été faits par des maisons recevant des dépôts de fonds...
- ...Et il est comptablement indéniable que les crédits font les dépôts (la production de crédit à l'actif d'un bilan de banque se traduit par une création de monnaie de banque au passif du bilan de la banque au profit du bénéficiaire)....
- ...Mais cela ne signifie pas que la création monétaire soit faite *ex nihilo*

# Débat actuel sur la « création monétaire »

- Le terme de « création monétaire » induit en erreur...
- La réalité sous-jacente du crédit n'est « que » l'échange d'une créance commerciale non monétisable contre une créance bancaire monétisable (l'achat d'une traite commerciale par une banque)
- Les banques créent de la monnaie comme M. Jourdain...en contrepartie de créances non monétaires (actif et passif bancaires augmentent simultanément)
- La création de monnaie de banque est donc un acte banal (une pulsation régulière de l'économie de marché) à l'initiative des agents économiques
- Une destruction monétaire équivalente a lieu (normalement) à l'échéance de la créance non commerciale dont le banquier est devenu le détenteur (actif et passif bancaire diminuent simultanément)
- En vitesse de croisière le crédit bancaire est auto-liquidable : pas de crise bancaire

# Débat actuel sur la « création monétaire »

- Normalement donc la « création monétaire » ne pose pas de problème **car elle ne se fait justement pas *ex nihilo***
- Elle est **postérieure à la création de richesse** qu'elle finance, mais elle la rend possible puisque l'entreprise anticipe lors de la vente du bien ou de la prestation la cession à une banque de sa créance sous forme d'effet de commerce (la « monétisation » de sa créance)
- La création monétaire concourt donc à une croissance économique sans écart inflationniste... tant que les banques achètent des créances de qualité, auto-liquidables, tant, en langage bancaire, qu'elles ne prennent en portefeuille que des « créances causées » par une transaction effective, c'est-à-dire une « création de richesse »
- La création de monnaie de banque est donc bonne pour l'économie tant que les banques font bien leur travail et ne font pas de crédit « subprime » CQFD.

# Débat actuel sur la « création monétaire »

- Retour sur le « multiplicateur » de crédit...
- Osons affirmer qu'il s'agit d'un nom donné à un rapport quantitatif (crédits bancaires à l'économie / crédit des banques centrales aux banques **ou** dépôts des ANF dans les banques / dépôts des banques dans les banques centrales) qui ne correspond à aucune relation mécanique
- La création de monnaie de banque est première, la création de monnaie banque centrale est seconde et a lieu lors du refinancement
- En ce sens la notion de « diviseur » du crédit (de Vivien Levy Garboua et Claude Toullec) est plus exacte, même si elle ne renvoie pas non plus à une « loi causale » stable.

# Débat actuel sur la « création monétaire »

- En conclusion :
  - tant qu'un système bancaire, hiérarchisé ou non, veille à ne financer et à ne refinancer « statistiquement » que des créances saines, représentatives de création de richesses (passées, présentes ou futures pour inclure le crédit d'investissement) tout va bien...
  - lorsqu'un système bancaire (et financier) s'est trop longtemps écarté de l'orthodoxie...on constate qu'il n'y a pas d'orthodoxie du retour à l'orthodoxie !

Merci de votre attention...à votre disposition