

EN QUOI DEVRAIT CONSISTER LA SURVEILLANCE MACROPRUDENTIELLE DE LA ZONE EURO ?

PATRICK ARTUS *

La proposition faite aujourd'hui est que les banques centrales (donc la Banque centrale européenne - BCE - pour la zone euro) et le FMI ont un rôle renforcé dans la supervision macro-prudentielle des pays. Il ne s'agit pas de la supervision prudentielle microéconomique des banques ou des marchés financiers, mais de la supervision des situations et des politiques économiques. Jusqu'à présent, la surveillance prudentielle de la zone euro était assez simple ; elle était concentrée sur les variables concernées par les critères du traité de Maastricht : déficits publics et inflation.

Mais la crise a montré que ces variables étaient totalement insuffisantes et en particulier que des pays à excédents budgétaires (Espagne, Irlande) étaient gravement touchés par la crise. Il nous semble que la surveillance prudentielle devrait concerner les variables qui reflètent vraiment les déséquilibres : croissance du crédit, déficits extérieurs (c'est-à-dire épargne totale et pas seulement publique), prix des actifs, dette extérieure (éventuellement en devises).

Il faut aussi réfléchir aux instruments de politique économique qui pourraient être utilisés si un pays de la zone euro présentait des déséquilibres au vu de ces nouveaux critères. On peut, bien sûr, lui demander une politique budgétaire encore plus restrictive, même s'il a déjà des excédents, c'est-à-dire un changement des normes budgétaires,

77

* Directeur de la recherche et des études, Natixis.

mais on peut aussi penser à créer des degrés de liberté nationaux pour la politique monétaire : modulation nationale des taux de réserve obligatoires ou des ratios de capital, par exemple. Il faudrait sortir de la logique d'uniformité qui a prévalu jusqu'à aujourd'hui dans la zone euro pour les objectifs de politique économique (même objectif de déficit public pour tous, instrument unique de la politique monétaire).

UNE SUPERVISION MACROPRUDENTIELLE DÉFAILLANTE POUR LA ZONE EURO

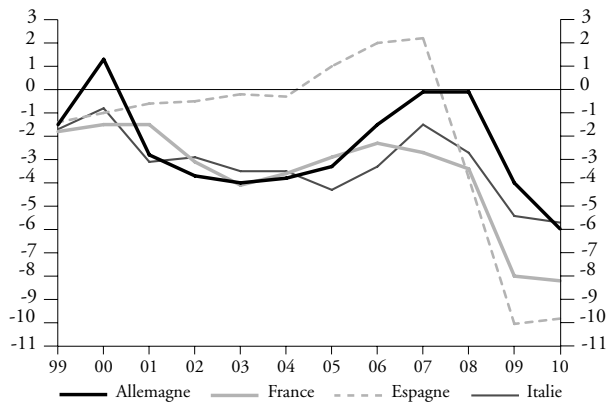
Ce que nous discutons ici pourrait évidemment s'appliquer à d'autres pays (Royaume-Uni, États-Unis...) au moment où l'on débat du renforcement du rôle de supervision macroprudentielle du FMI et des banques centrales. Mais consacrons-nous à la situation de la zone euro.

Jusqu'à présent, la supervision macroprudentielle a essentiellement porté sur les variables liées aux critères de Maastricht : déficits publics, dettes publiques et inflation.

Les pays « sous surveillance » étaient donc ceux où apparaissaient des déficits publics chroniques, même dans les périodes d'expansion (Grèce, Portugal, mais aussi, à un moindre degré, France, Italie ; cf. graphiques 1a, 1b et 1c ci-après), ou bien ceux où l'inflation était chroniquement élevée (Espagne, Irlande, Grèce, Portugal ; cf. graphiques 2a, 2b et 2c ci-après), ou encore ceux où les dettes publiques étaient excessives (Italie, Belgique, Grèce ; cf. graphiques 3a, 3b et 3c ci-après).

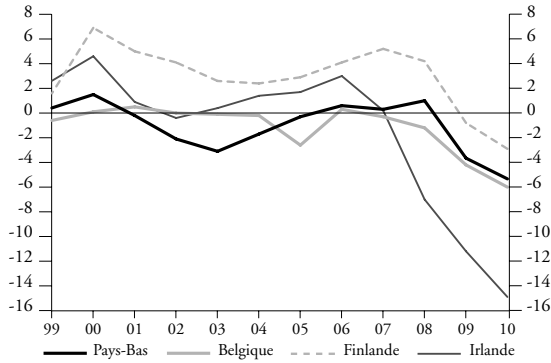
78

Graphique 1a
Déficit public (en % du PIB)



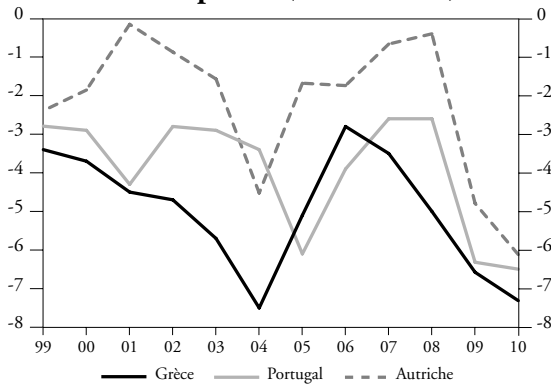
Sources : Datastream ; prévisions Natixis.

Graphique 1b
Déficit public (en % du PIB)



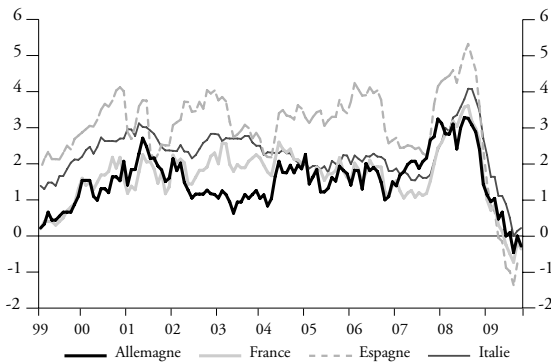
Sources : Datastream ; prévisions Natixis.

Graphique 1c
Déficit public (en % du PIB)



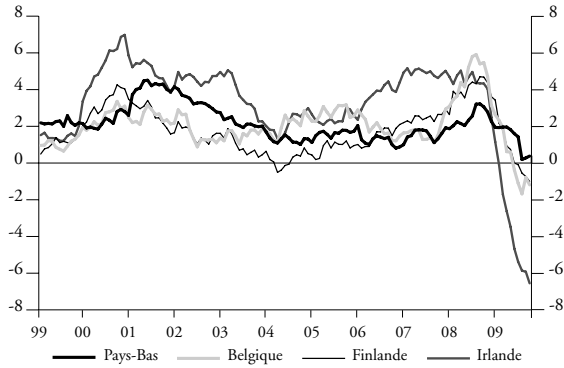
Sources : Datastream ; prévisions Natixis.

Graphique 2a
Inflation (CPI, GA en %)



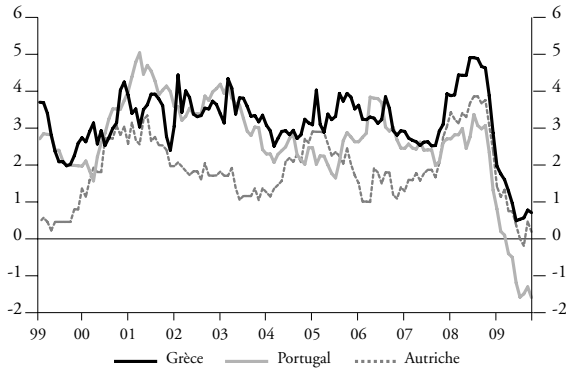
Sources : Eurostat ; Datastream ; Natixis.

Graphique 2b
Inflation (CPI, GA en %)



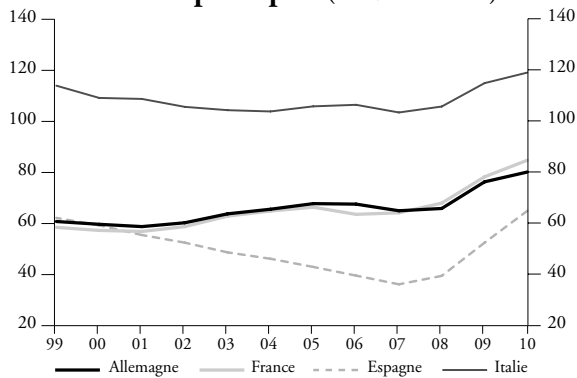
Sources : Eurostat ; Datastream ; Natixis.

Graphique 2c
Inflation (CPI, GA en %)



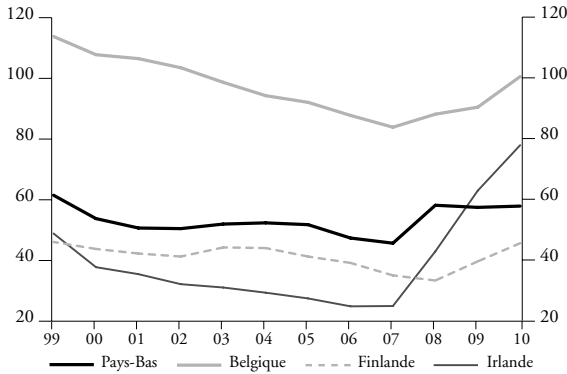
Sources : Eurostat ; Datastream ; Natixis.

Graphique 3a
Dettes publiques (en % du PIB)



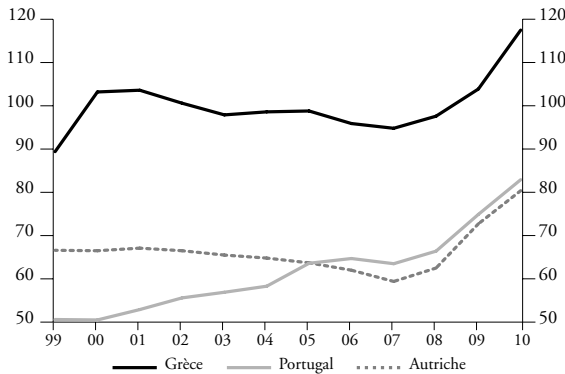
Sources : OCDE ; prévisions Natixis.

Graphique 3b
Dettes publiques (en % du PIB)



Sources : OCDE ; prévisions Natixis.

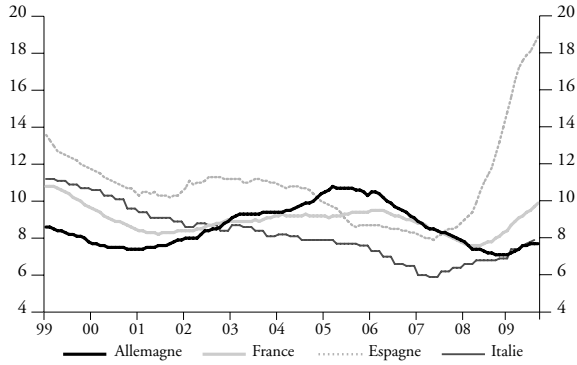
Graphique 3c
Dettes publiques (en % du PIB)



Sources : OCDE ; prévisions Natixis.

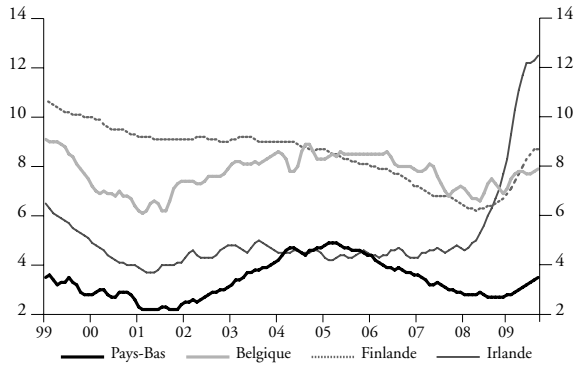
Mais la crise a montré l'insuffisance de ces critères. Les pays où les finances publiques se dégradent le plus vite (Espagne, Irlande ; cf. graphiques 1a, 1b et 1c plus haut), où le chômage augmente le plus vite (Espagne, Irlande ; cf. graphiques 4a, 4b et 4c ci-après), où les difficultés des banques sont les plus grandes (Allemagne, Belgique ; cf. tableau 1 ci-après), où les écarts de taux d'intérêt augmentent le plus (Italie, Irlande, Grèce, Portugal ; cf. graphiques 5a, 5b et 5c ci-après) ne sont pas tous ceux où les critères antérieurs d'analyse macroprudentielle attiraient l'attention.

Graphique 4a
Taux de chômage (en %)



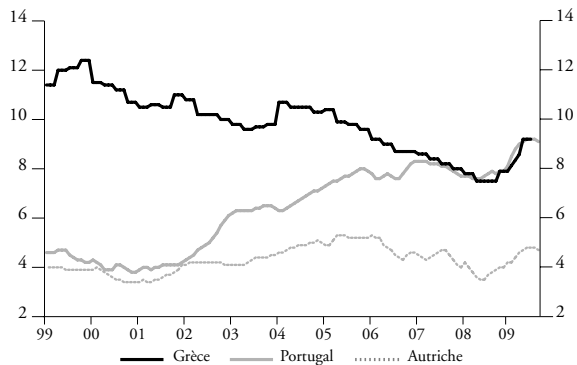
Sources : Datastream ; Eurostat ; Natixis.

Graphique 4b
Taux de chômage (en %)



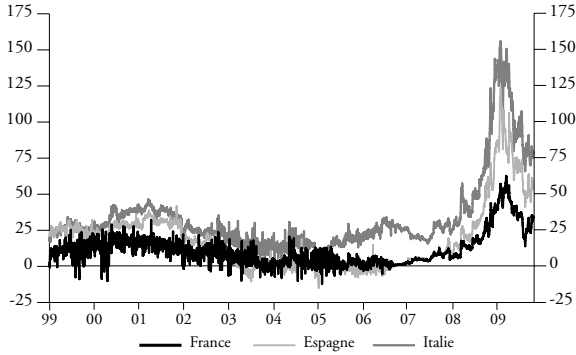
Sources : Datastream ; Eurostat ; Natixis.

Graphique 4c
Taux de chômage (en %)



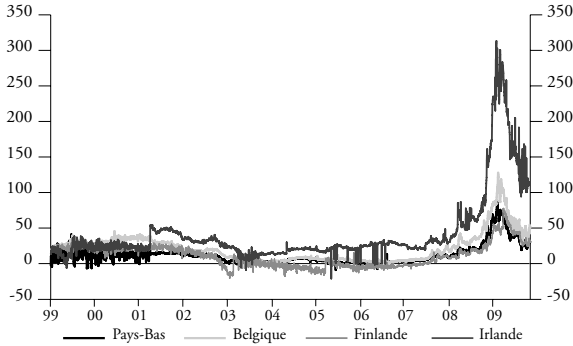
Sources : Datastream ; Eurostat ; Natixis.

Graphique 5a
Spreads de taux 10 ans pays par rapport à l'Allemagne (en points de base)



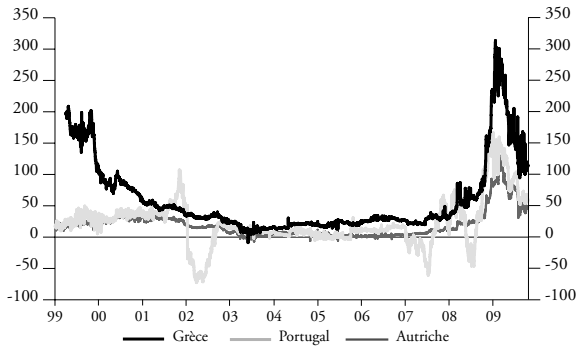
Sources : Datastream ; Natixis.

Graphique 5b
Spreads de taux 10 ans pays par rapport à l'Allemagne (en points de base)



Sources : Datastream ; Natixis.

Graphique 5c
Spreads de taux 10 ans pays par rapport à l'Allemagne (en points de base)



Sources : Datastream ; Natixis.

Tableau 1
Dépréciation d'actifs des banques
(en Md\$)

Pays	Total	T1-2009	T4-2008	T3-2008	T2-2008	T1-2008	T4-2007	T3-2007
Allemagne	65,50	0	16,90	9,50	6	18	11,80	3,30
France	24,40	0	3,80	4,20	3,90	3,20	8,10	1,20
Espagne	3,6	0	0,90	0,60	0,50	0,50	0,60	0,50
Italie	4,4	0	1,30	2,10	0	1	0	0
Belgique	13,2	0	3,2	0	1,3	3,2	5,5	0
Pays-Bas	5,1	0	0	0	1,7	0	3,4	0
Ensemble de la zone euro*	207,6	0	44,3	31,1	23,2	51,5	46,5	10,5

* Europe hors Royaume-Uni.

Sources : Bloomberg ; Natixis.

Des pays comme l'Irlande et l'Espagne (et en dehors de la zone euro, le Royaume-Uni) étaient donnés comme des exemples de vertu avec leurs excédents budgétaires, alors qu'ils font partie des pays les plus touchés par la crise. Il faut donc repenser les critères de surveillance macroprudentielle de la zone euro.

D'AUTRES CRITÈRES POUR LA SURVEILLANCE MACROPRUDENTIELLE

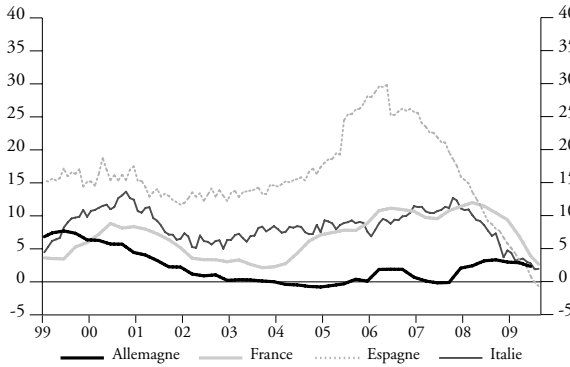
84

On sait maintenant que les vrais déséquilibres viennent de l'excès d'endettement, de l'insuffisance d'épargne, des bulles sur les prix des actifs, en particulier immobiliers. Avoir des excédents budgétaires (Irlande, Espagne), ou une inflation faible (Pays-Bas, France, Allemagne, Belgique), ne prémunit pas contre ces déséquilibres (d'où la chute de l'activité en Irlande et en Espagne, l'importance de la crise bancaire en Allemagne et en Belgique).

La correction de l'excès d'endettement et des bulles de prix des actifs entraîne la chute de la demande, la hausse des défauts, les difficultés des banques. Ceci donne des indications assez claires sur les variables à inclure dans la supervision macroprudentielle :

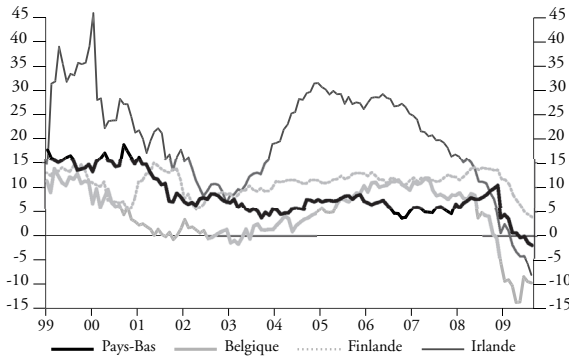
- l'évolution du crédit (cf. graphiques 6a, 6b et 6c ci-après) et des taux d'endettement (cf. graphiques 7a, 7b et 7c ci-après), ce qui aurait montré les dangers associés au modèle de croissance en Espagne, en Irlande, en Grèce, en Belgique et au Portugal ;
- la hausse des prix de l'immobilier liée au crédit (des particuliers ou des promoteurs ; cf. graphiques 8a, 8b et 8c ci-après), très forte en Espagne, en Italie, en France, en Irlande, aux Pays-Bas et en Grèce ;
- la balance commerciale, ou courante, représentative de la situation globale d'épargne et chroniquement déséquilibrée en Espagne, en Italie, en Irlande, en Grèce et au Portugal (cf. graphiques 9a, 9b et 9c ci-après).

Graphique 6a
Crédits aux ménages et aux entreprises (GA en %)



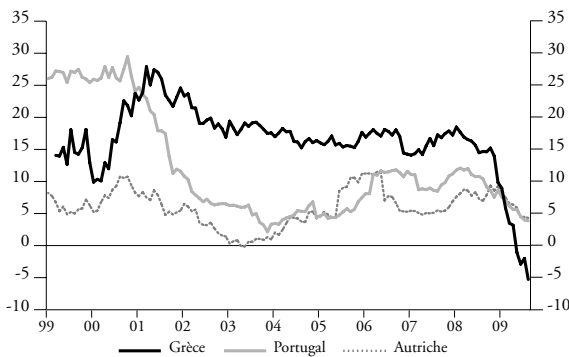
Sources : Datastream ; BCE ; Natixis.

Graphique 6b
Crédits aux ménages et aux entreprises (GA en %)



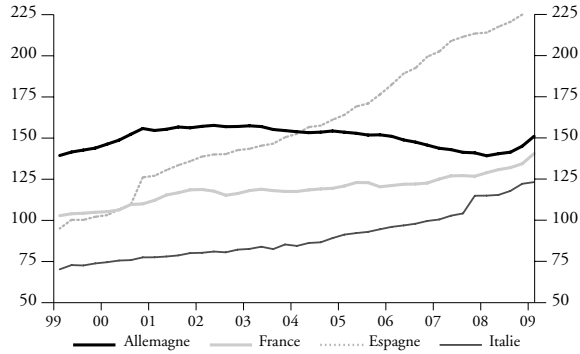
Sources : Datastream ; BCE ; Natixis.

Graphique 6c
Crédits aux ménages et aux entreprises (GA en %)



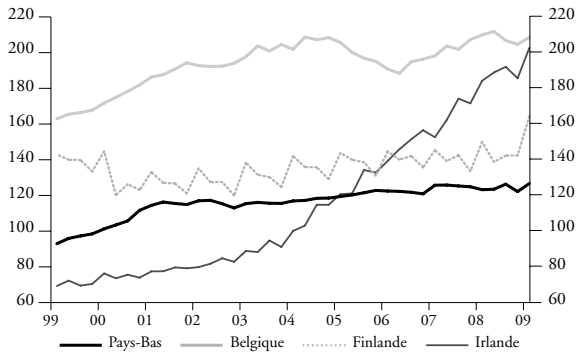
Sources : Datastream ; BCE ; Natixis.

Graphique 7a
Dettes des ménages et des entreprises (en % du PIB)



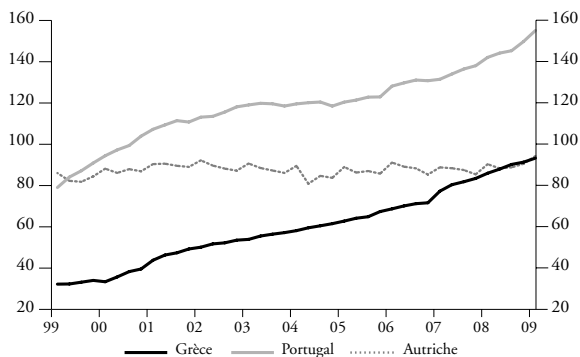
Sources : Datastream ; sources nationales ; Natixis.

Graphique 7b
Dettes des ménages et des entreprises (en % du PIB)



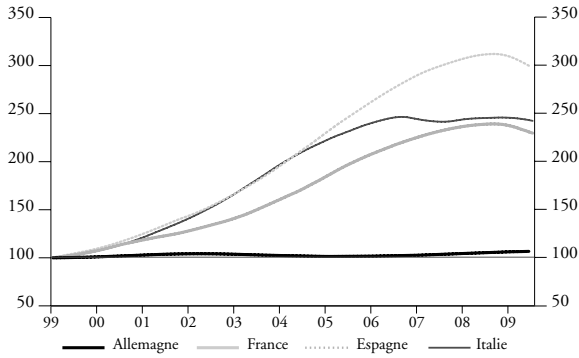
Sources : Datastream ; sources nationales ; Natixis.

Graphique 7c
Dettes des ménages et des entreprises (en % du PIB)



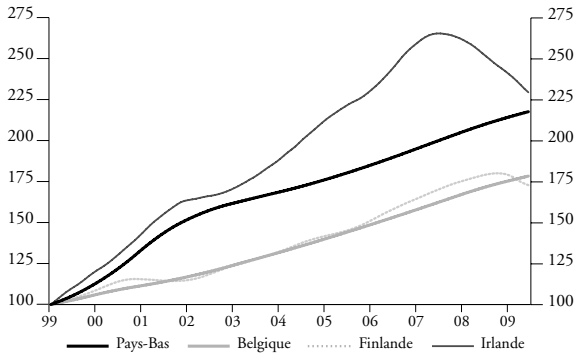
Sources : Datastream ; sources nationales ; Natixis.

Graphique 8a
Prix des maisons (100 en T1-1999)



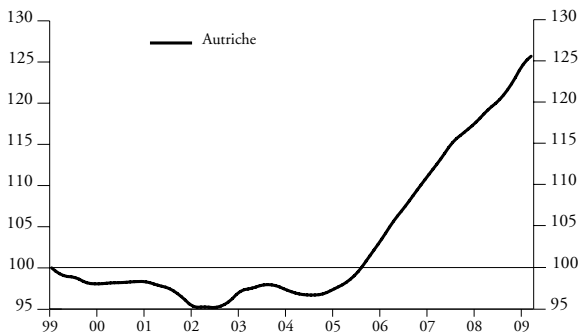
Sources : Datastream ; Natixis.

Graphique 8b
Prix des maisons (100 en T1-1999)



Sources : Datastream ; Natixis.

Graphique 8c
Prix des maisons (100 en T1-1999)



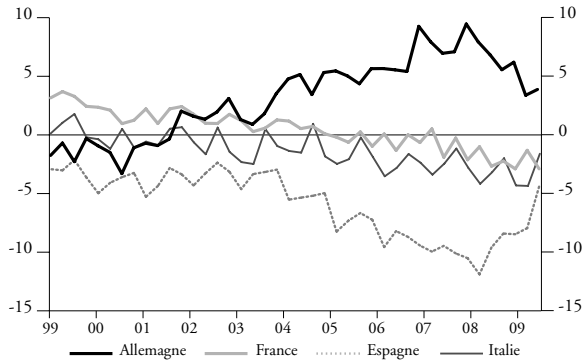
Sources : Datastream ; Natixis.

Graphique 8d
Prix des maisons (100 en T1-2001)



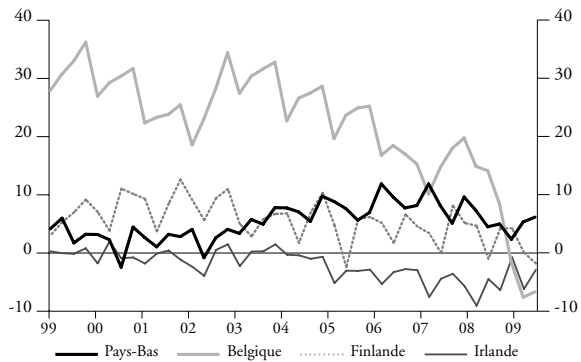
Sources : Datastream ; Natixis.

Graphique 9a
Balance courante (en % du PIB)



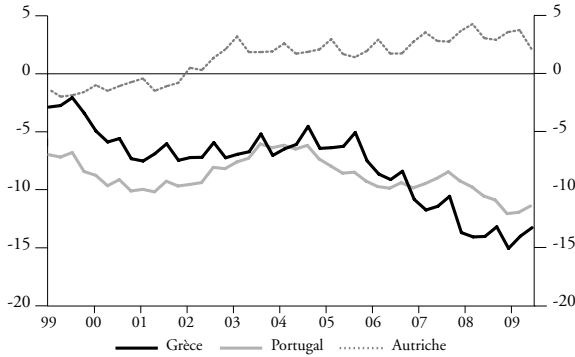
Sources : Datastream ; Natixis.

Graphique 9b
Balance courante (en % du PIB)



Sources : Datastream ; Natixis.

Graphique 9c
Balance courante (en % du PIB)



Sources : Datastream ; Natixis.

Il est intéressant de voir que certains pays à excédents budgétaires avant la crise (Espagne, Irlande) présentent systématiquement des déficits extérieurs, ce qui montre l'inutilité de la surveillance de la seule épargne publique sans celle de l'épargne privée ou de l'épargne totale.

Le suivi du crédit, des taux d'endettement, des prix de l'immobilier et de la balance courante aurait désigné comme pays à risque l'Espagne, l'Irlande, la Grèce et le Portugal, ce qui inclut les deux pays les plus touchés par la crise (Espagne, Irlande ; cf. tableau 2 ci-après). La crise bancaire (forte en Allemagne et en Belgique) relève davantage de la surveillance microprudentielle que de la surveillance macroprudentielle.

Tableau 2
Pays de la zone euro : prévisions de croissance du PIB en volume
(en %)

	Allemagne	Autriche	Belgique	Espagne	Finlande	France	Pays-Bas	Irlande	Italie	Portugal	Grèce	Zone euro
1995	1,98	2,36	2,38	2,76	3,84	2,25	3,12	9,63	2,90	4,28	2,10	2,49
1996	1,02	2,32	0,89	2,42	3,74	1,05	3,41	8,14	0,98	3,62	2,36	1,47
1997	1,86	2,36	3,69	3,87	6,14	2,19	4,28	11,50	1,95	4,19	3,64	2,61
1998	1,82	3,70	1,73	4,47	5,24	3,55	3,92	8,43	1,29	4,85	3,36	2,74
1999	1,88	3,70	3,38	4,75	3,92	3,19	4,68	10,73	1,43	3,84	3,42	2,85
2000	3,46	3,32	3,80	5,05	4,96	4,06	3,94	9,24	3,87	3,92	4,48	4
2001	1,38	0,87	0,77	3,65	2,51	1,76	1,93	5,82	1,75	2,02	4,49	1,91
2002	0,01	1,41	1,49	2,70	1,59	1,10	0,08	6,44	0,45	0,76	3,90	0,93
2003	-0,23	0,79	1,01	3,10	1,90	1,09	0,34	4,50	0,05	-0,81	5,04	0,79
2004	0,72	2,48	2,78	3,27	3,77	2,22	2,24	4,71	1,37	1,52	4,58	1,90
2005	0,95	3,30	2,17	3,61	2,95	1,92	2,05	6,36	0,68	0,91	3,83	1,81
2006	3,17	3,30	3,02	3,89	4,80	2,36	3,38	5,72	1,90	1,37	4,24	2,95
2007	2,59	3,02	2,60	3,66	4,42	2,11	3,46	6	1,36	1,91	4,04	2,61
2008	0,95	1,60	1,10	1,16	0,90	0,33	2	-1,20	-1,02	0	2,90	0,69
2009	-5,45	-0,60	-2	-3,96	-2	-2,70	-1,10	-4,40	-4,75	-1,60	0,20	-4,07
2010	0,36	0,90	0,50	-0,76	1	0,14	0,60	-0,50	0,02	0,20	0,60	0,03

Sources : sources pays ; prévisions Natixis.

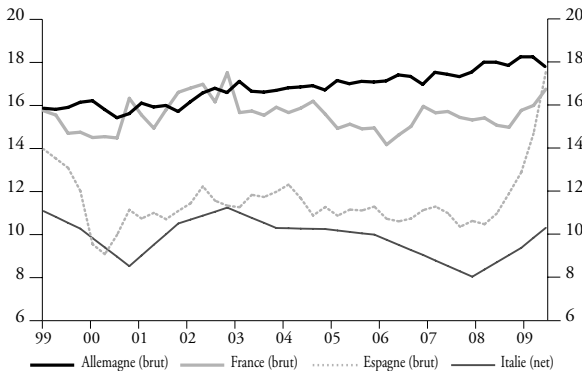
*QUELS INSTRUMENTS DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE
POUR CORRIGER LES DÉSÉQUILIBRES ?*

Il ne suffit pas de déceler les déséquilibres macroéconomiques, encore faut-il pouvoir les corriger. Ceci implique probablement :

- le changement des normes pour la politique budgétaire. L'objectif de la politique budgétaire ne devrait plus être l'équilibre budgétaire ou la stabilisation du taux d'endettement public, mais la correction de l'insuffisance éventuelle de l'épargne privée. Bien sûr, l'objectif n'est pas d'équilibrer les balances courantes : si les pays de la zone euro font des efforts d'investissement productif élevés, il est normal, dans une union monétaire, que l'épargne se déplace vers ces pays. Ceci sera particulièrement vrai pour les nouveaux entrants à revenu par tête plus faible. Mais l'objectif est de corriger, par la politique budgétaire, les anomalies des comportements d'épargne privée, par exemple le niveau bas ou le recul rapide du taux d'épargne des ménages (cf. graphiques 10a, 10 b et 10c ci-après), comme en Espagne, en Belgique, aux Pays-Bas et au Portugal, ou, comme on l'a vu plus haut, la croissance rapide du crédit ;
- la création de degrés de liberté, de marges de manœuvre, nationaux pour la politique monétaire. La diversité des situations en termes de croissance du crédit, des prix des actifs, d'épargne nous paraît exiger qu'il y ait davantage qu'un seul instrument pour la politique monétaire, ce qui est presque le cas aujourd'hui avec le taux repo de la BCE comme instrument central.

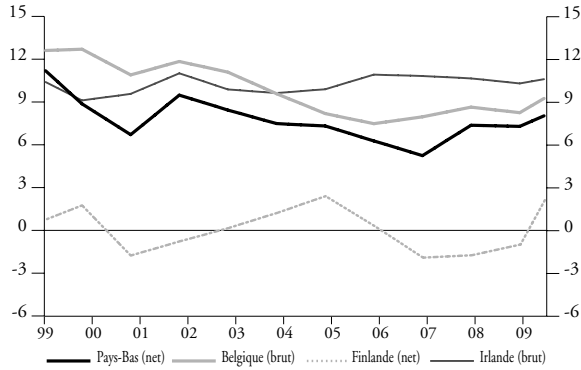
91

Graphique 10a
Taux d'épargne des ménages



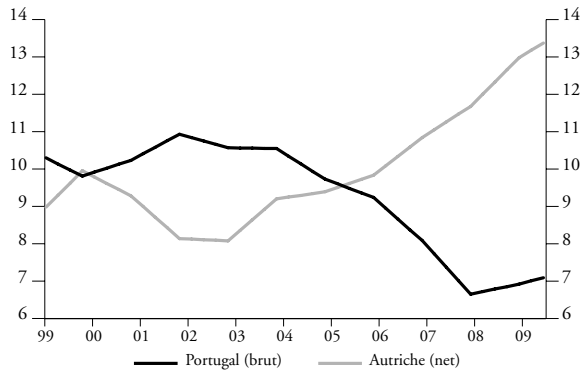
Sources : Datastream ; OCDE ; Natixis.

Graphique 10b
Taux d'épargne des ménages



Sources : Datastream ; OCDE ; Natixis.

Graphique 10c
Taux d'épargne des ménages



Sources : Datastream ; OCDE ; Natixis.

92

Chaque pays, au vu de sa situation propre, pourrait, par exemple, fixer des niveaux spécifiques pour les taux de réserve obligatoires, les ratios de liquidité (ce qui est déjà le cas), les ratios de capital des banques, ceci étant coordonné bien sûr par la BCE.

*SYNTHÈSE : PARTIR DE LA CRISE POUR BÂTIR
LA RÉGULATION MACROPRUDENTIELLE*

Les difficultés de certains pays (Espagne, Irlande) après la crise, en ce qui concerne la croissance, le chômage, les banques, les finances publiques, sont considérables. Ceci révèle que la supervision macro-

économique des pays de la zone euro, basée sur les déficits publics et sur l'inflation, a échoué. Les pays les plus en difficulté sont ceux où, avant la crise, les taux d'endettement, les prix des actifs ou les prix des déficits extérieurs avaient le plus augmenté, ce qui suggère les deux points suivants :

- les variables sur lesquelles la nouvelle supervision macroprudentielle pourrait être basée : taux d'endettement du secteur privé, prix de l'immobilier, balance courante, épargne privée et pas seulement publique ;

- le besoin de disposer d'instruments nationaux pour corriger les déséquilibres : objectifs de politique budgétaire fixés pour chaque pays en fonction de la situation d'épargne privée ; instruments spécifiques nationaux (réserves obligatoires, ratios de capital) de la politique monétaire. Il faudrait donc sortir de la logique d'uniformité qui a prévalu jusqu'à présent, en ce qui concerne la politique économique (norme commune de déficit public, instrument unique - taux repo - de la politique monétaire).

