

Un nouveau cadre pour la zone euro

Révolution copernicienne à long terme mais risque sur la croissance à court terme

La construction institutionnelle de la zone euro avance à marche forcée en cette rentrée. La Banque Centrale Européenne a annoncé un nouveau mode d'intervention, le cadre de l'Union Bancaire a été présenté par la Commission Européenne et la Cour constitutionnelle de Karlsruhe en Allemagne a finalement validé le Mécanisme Européen de Stabilité et le Traité sur la Stabilité, la Coordination et la Gouvernance (TSCG) au sein de l'Union Économique et Monétaire.

La zone euro change de perspectives et fait sa révolution copernicienne. L'objectif de cette construction complexe est de définir un cadre stable dans le temps, permettant une plus grande autonomie dans la régulation de la zone et une moindre dépendance vis-à-vis des gouvernements locaux.

Tour d'horizon des différents mécanismes qui ont été proposés...

La Banque Centrale Européenne : un rôle élargi

La proposition de la BCE est la suivante : lorsqu'un pays prend des engagements forts, demande et obtient de l'aide du MES⁽¹⁾ / FESF⁽²⁾, alors la BCE devient prêteur en dernier ressort et peut intervenir sur des montants illimités.

Conséquence immédiate de ce changement de fonctionnement, les taux d'intérêt des pays en difficulté baissent de façon significative. Ils étaient jusqu'alors très élevés car les investisseurs doutaient de la capacité de ces pays à respecter leurs engagements budgétaires, à retrouver de la croissance et à rester dans la zone euro.

Si la BCE intervient comme prêteur en dernier ressort, ce risque s'estompe et les taux d'intérêt reculent. Dès lors, le

montant des interventions de la BCE ne sera pas nécessairement très élevé et permettra de redonner un caractère "d'actif sans risque" aux dettes publiques de la zone (caractéristique que les pays les plus fragilisés avaient perdue notamment lors de la mise en place du PSI⁽³⁾ grec).

Un bémol néanmoins : les engagements pris par tout pays demandeur d'aide dans ce nouveau cadre réduisent de façon brutale sa capacité à gérer sa propre politique budgétaire. Le pouvoir de décision sur l'équilibre du budget passe en effet à un comité budgétaire défini par le traité.

L'Union Bancaire : pour assurer la stabilité financière

L'Union Bancaire a pour objectif de dissocier les États des banques. Cela limite les interactions parfois pro-cycliques entre ces deux acteurs et permettra la mise en œuvre, sous l'égide d'un régulateur unique (BCE), d'un marché bancaire unique en zone euro. Les régulateurs nationaux interviendront sous l'autorité de cette dernière.

Une dissociation forte devra néanmoins être clairement opérée au sein de la BCE entre régulation des banques et gestion de la politique monétaire.



PHILIPPE WAECHTER

Directeur recherche économique
Natixis Asset Management

(1) MES : mécanisme européen de stabilité ou European Stability Mechanism.
(2) FESF : fonds européen de stabilité financière ou European Financial Stability.
(3) PSI : Private Sector Involvement : participation du secteur privé.

La baisse des taux engendrée par l'intervention de la BCE (point précédent) aidera le secteur bancaire de façon spectaculaire. Les portefeuilles bancaires étant garnis d'obligations d'État, leur meilleure valorisation aidera le secteur bancaire des pays en difficulté à retrouver rapidement un meilleur équilibre.

Ce nouveau cadre s'appliquera à toutes les banques de la zone euro et devra être renforcé par un mécanisme de garantie des dépôts et un mécanisme de résolution des crises. Ces deux éléments feront l'objet de textes complémentaires d'ici à la fin de l'année.

La mise en place d'un marché bancaire unique aura des conséquences sur l'équilibre des forces en Europe puisque les structures bancaires y sont très différentes d'un pays à l'autre avec, par exemple, un secteur très concentré en France, contre un maillage de petites banques locales détenant une part de marché très significative en Allemagne.

Deux autres pierres angulaires de la nouvelle configuration européenne

■ **Le Mécanisme Européen de Stabilité (MES)**⁽¹⁾ constitue l'élément clé de la nouvelle configuration européenne, à la fois pour toute intervention de la BCE (le pays demandeur doit en effet obtenir l'accord du

MES) et parce qu'il permet de recapitaliser le secteur bancaire sans passer par les États.

■ **Le traité sur la Stabilité, la Coordination et la Gouvernance (TSCG)** est un autre élément majeur de cette nouvelle construction institutionnelle européenne. Il trace les contours du cadre budgétaire dans lequel doivent s'inscrire les pays de la zone euro. Il est au cœur de la problématique qui permettra de définir les engagements des pays en difficulté et demandeurs d'aide. Il mettra également en place le cadre de fonctionnement et de coordination des politiques budgétaires.

Conclusion

La mise en place des éléments évoqués se traduira à terme par une politique budgétaire coordonnée pour l'ensemble des pays de la zone euro. La BCE peut désormais être perçue comme "prêteur en dernier ressort" et ce nouvel équilibre institutionnel permettra la mise en place d'obligations européennes (EuroBonds). La zone euro dispose ainsi d'une dynamique plus autonome et mieux coordonnée.

Par ailleurs, l'incertitude engendrée par l'instabilité institutionnelle avait pénalisé la croissance de la zone en limitant l'investissement. **Le nouveau cadre institutionnel évoqué et l'irréversibilité de la zone euro devraient modifier les perspectives en profondeur, et raviver les incitations à investir.**

Cependant, et c'est toute la difficulté actuelle, il n'est pas question d'imaginer que les politiques budgétaires puissent avoir la moindre vertu de relance et de soutien de la demande. Il faudra trouver un équilibre entre la croissance et l'emploi d'une part, et le respect des engagements gouvernementaux de réduction des déficits publics d'autre part.

À l'horizon des deux prochaines années c'est cette situation qui devra être arbitrée. Trop de restrictions risquerait en effet d'engendrer une récession, éloignant de fait la mise en œuvre du nouveau cadre défini.

Rédigé le 24/09/2012

Aller plus loin

Retrouvez toute l'actualité macroéconomique dans les **Flash Marchés** hebdomadaires sur www.webtv.ngam.natixis.com

