

N° 47

Hiver 2022

# Bulletin de l'Observatoire des politiques économiques en Europe

## Éditorial — L'Union européenne face aux crises

Gilbert Koenig

Les deux grandes crises mondiales de ces quinze dernières années, la crise financière des *subprimes* et la crise sanitaire de la Covid-19, ont influencé d'une façon importante la conception et la gestion de la politique menée par les banques centrales. Une nouvelle crise s'est déclarée récemment dans l'espace européen. Elle résulte du conflit russo-ukrainien qui a obligé l'Ukraine à réduire sa capacité de fournir des produits agricoles à l'UE et qui a empêché la Russie de fournir l'énergie indispensable à l'UE du fait des sanctions qui lui ont été imposées. De ce fait, l'UE a été obligée d'adopter des mesures

destinées à rendre son économie moins dépendante des pays non-européens. Les quatre articles de ce numéro proposent d'apporter leur éclairage sur les principaux aspects de ces crises et sur les réactions politiques qu'elles ont suscitées.

La crise financière des *subprimes* a entraîné une plus grande instabilité financière ce

qui n'a pas seulement mis en cause le bon fonctionnement du système financier, mais cela a également influencé négativement l'économie réelle. De ce fait, la stabilité financière est devenue un objectif principal de la régulation financière et l'accord de Bâle III a introduit

### Sommaire

Éditorial — L'Union européenne face aux crises Gilbert Koenig.....	1
Une évaluation de la stabilité financière dans la zone euro Zehra Yeşim Gürbüz.....	5
Politiques monétaires non conventionnelles et <i>policy-mix</i> en période de crises : deux exemples majeurs Gervasio Semeo, Tobignaré Yabré.....	17
Plaidoyer pour l'euro digital : une amélioration de la transmission monétaire Philipp Roderweis.....	27
L'impact de la guerre en Ukraine sur le marché européen des oléagineux et de l'énergie Anissa Maddi, Clarisse Monsch, Miguel Tejada Iraizoz.....	45

---

la politique macroprudentielle pour traiter spécifiquement les risques systémiques pouvant générer une instabilité financière. Cette politique macroprudentielle est menée en général en relation avec la politique monétaire par les banques centrales, notamment en Europe. Mais il n'y a pas de consensus sur la définition de la stabilité financière, ce qui peut amener chaque pays à adopter une définition propre. Cela rend difficile la comparaison des mesures de la stabilité financière sur le plan international. De ce fait, le FMI a construit les indicateurs de solidité financière qui sont calculés de façon standard selon des règles, ce qui permet une comparaison au niveau international. Z.Y. Gürbüz propose dans son article de montrer les forces et les faiblesses du système financier de la zone euro à partir des indicateurs du FMI. Les résultats obtenus pourraient permettre à la BCE de mieux orienter ses mesures macroprudentielles et monétaires destinées à assurer une plus grande stabilité financière

La crise sanitaire de la Covid diffère de la crise des *subprimes* par plusieurs caractéristiques et incidences sur la politique monétaire, comme le montrent G. Semedo et T. Yabré dans leur article. En effet, la crise sanitaire est d'origine sanitaire et non financière. De ce fait, elle impacte directement le marché des biens et des services, notamment à cause des mesures de confinement qui réduisent l'emploi et la consommation. Ces effets se propagent ensuite sur les autres marchés, notamment sur les marchés financiers, ce qui la différencie de la crise des *subprimes* qui prend sa source dans le secteur financier pour se propager dans les marchés de biens et services et les marchés du travail. Les craintes d'instabilité financière suscitées par la crise de la Covid ont conduit à des réactions nouvelles des autorités monétaires et budgétaires. G. Semedo et T. Yabré décrivent ces réactions et les comparent. Ils montrent qu'alors que la BCE a réagi à la crise des *subprimes* par une politique monétaire conventionnelle utilisant surtout le taux d'intérêt directeur et les facilitations de refinancement, elle a innové face à la crise de la Covid par la politique non conventionnelle de l'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*) consistant à mettre des milliards d'euros à la disposition de l'économie afin de permettre aux ménages et aux entreprises de continuer à financer leurs activités à des taux d'intérêt faibles. Sur le plan budgétaire, des plans de relance lancés en réaction à la crise de la Covid ont amplifié les effets de nombreuses mesures budgétaires de soutien adoptées lors de la crise des *subprimes*.

La politique d'assouplissement quantitatif s'est révélée peu efficace pour augmenter le financement de l'activité économique car, malgré la hausse importante des liquidités fournies par cette politique aux banques commerciales, celles-ci n'ont pas augmenté d'une façon importante les crédits à l'économie. Ces liquidités ont surtout alimenté les marchés financiers. Devant cet échec, les banques centrales des pays développés ont entrepris des recherches pour trouver une méthode permettant aux ménages et aux entreprises d'accéder directement à une monnaie publique, au lieu de se limiter à la monnaie privée créée par les banques commerciales. C'est ainsi qu'est né en Europe le projet de la création d'un euro digital (E- Euro) émis par la banque centrale. Cette monnaie diffère des monnaies électroniques privées, comme le bitcoin, car elle est centralisée et n'a pas besoin d'un blockchain pour assurer sa sécurité. L'article de Ph. Roderweis consacre un développement aux différentes définitions et caractéristiques de cette monnaie, puis il présente les diverses politiques monétaires incluant un E-Euro qui peuvent être envisagées et il montre les différences qui en résulteraient sur le plan des résultats avec une politique sans E-Euro.

A la différence de la crise des *subprimes*, la crise sanitaire a influencé directement le secteur réel par ses effets sur la croissance et l'inflation. Elle a également révélé une grande dépendance de l'Europe par rapport aux pays non-européens notamment dans le domaine des matières premières et de produits spécifiques, ce qui a entraîné des difficultés importantes dans les secteurs de la production industrielle et de la santé. Les citoyens européens ont pris la pleine conscience de cette dépendance lorsqu'ils ont appris que 80 % des principes actifs de leurs médicaments était produit en Chine et en Inde. Cette dépendance se manifeste également dans beaucoup d'autres secteurs, comme l'énergie et les produits agricoles. Elle a encore augmenté à cause du conflit russo-ukrainien et des sanctions internationales imposées à la Russie. En effet, cela a mis fin aux importations européenne du gaz naturel dont la Russie est l'un des fournisseurs les plus importants, ainsi que des produits agricoles comme les céréales et les oléagineux dont la Russie et l'Ukraine sont les principaux producteurs et fournisseurs de l'Europe. L'article de A. Maddi, C. Monsch et M. Tejada Iraizoz montre comment le conflit russo-ukrainien a influencé le marché agricole européen en perturbant la chaîne d'approvisionnement liant l'Ukraine à l'UE et en induisant une hausse importante non seulement des prix des produits alimentaires en Europe, mais aussi des prix des fertilisants et de l'énergie. L'article s'intéresse particulièrement au marché des huiles végétales. Il décrit ensuite les réactions de l'UE aux effets du conflit sur l'économie européenne en montrant notamment que les

---

perturbations sur le marché agricole et sur le marché de l'énergie ont nécessité des adaptations de la PAC et de la politique européenne de l'énergie. Il s'agit d'assurer la sécurité alimentaires des citoyens, tout en prenant des mesures assurant une indépendance énergétique et la protection de l'environnement.

# Une évaluation de la stabilité financière dans la zone euro

Zehra Yeşim Gürbüz\*

**La stabilité financière est importante non seulement pour le bon fonctionnement des systèmes financiers mais aussi pour l'économie réelle. Elle est dépendante des conditions exogènes et endogènes, ce qui rend difficile sa définition et sa mesure. Ce travail est une évaluation de la stabilité financière de la zone euro pour la période 2007–2021 à partir de l'analyse des indicateurs centraux de solidité financière du Fonds monétaire international. On s'aperçoit que tous ces indicateurs sont fortement liés à la conjoncture économique. L'adéquation des fonds propres, la qualité des actifs et la liquidité sont des indicateurs qui renforcent la stabilité financière au sein de la zone euro alors que la rentabilité et la sensibilité au risque du marché sont des indicateurs qui ont besoin d'être améliorés dans un cadre macroéconomique satisfaisant.**

Codes JEL : E44, E58, E61

Mots-clefs : système financier, stabilité financière, objectif de la banque centrale, indicateurs de solidité financière.

## Introduction

La crise des subprimes en 2007–2008 a montré l'importance et l'influence de la stabilité du système financier sur l'économie réelle. Dès lors, la stabilité financière est devenue l'une des missions essentielles des banques centrales. C'est par exemple le cas de la Banque centrale européenne (BCE), qui a déterminé la stabilité financière comme l'objectif ultime de sa politique macroprudentielle. En effet, la BCE suit les évolutions des secteurs bancaires au sein de la zone euro et dans l'ensemble de l'Union européenne et vérifie la capacité de résistance du système financier. Elle parle de trois dimensions pour viser et surveiller la stabilité financière. Dans la première dimension dite temporelle, elle essaye de prévenir l'accumulation excessive de risques dus à des facteurs endogène ou exogène. Dans la deuxième dimension qui est transversale, elle essaye de renforcer la capacité de résilience du secteur financier et limiter les effets de contagion. Enfin, dans la dimension dite structurelle, elle instaure des inci-

tations pour les acteurs du système financier à partir de la réglementation financière (BCE, 2023). Toutefois, la stabilité financière n'est pas aussi facile à définir que la stabilité des prix, car il ne s'agit pas d'un objectif chiffré. De plus, les déséquilibres, les risques et la vulnérabilité dans le système financier peuvent se développer de façon endogène (à partir des décisions ou mesures de politique affectant la probabilité ou l'ampleur des déséquilibres et des risques) ou exogène (à cause des problèmes extérieurs au système financier, dans l'économie réelle par exemple). Il faut prendre en compte tous ces facteurs dans la définition et l'évaluation de la stabilité financière. Plus précisément, la BCE (2008) définit la stabilité financière comme un système financier qui comprend les intermédiaires financiers, les marchés et les infrastructures de marché et qui est en mesure de résister aux chocs sans perturbation majeure et de corriger les déséquilibres financiers. Cependant, il n'y a pas de consensus pour la définition de la stabilité financière, ce qui rend alors difficile sa mesure.

---

\* Université Galatasaray, Faculté des Sciences Économiques et Administratives, Département d'économie, GIAM. Je suis très reconnaissante aux deux rapporteurs et à l'éditeur du Bulletin de l'OPEE pour leurs critiques, remarques et suggestions. Les éventuelles erreurs et insuffisances demeurent bien sûr miennes.

---

Dans la littérature, on utilise généralement un indicateur de mesure ou un indice composé des indicateurs de différents poids pour son évaluation. D'une part, les banques centrales et les institutions nationales utilisent un certain nombre d'indicateurs pour mesurer le risque financier. D'autre part, des institutions internationales construisent des indicateurs de stabilité financière calculés selon des règles permettant ainsi une comparaison au niveau international et susceptibles de pouvoir signaler l'existence d'éventuels problèmes dans le système financier et l'économie réelle. On peut donner l'exemple du Fonds monétaire international (FMI) qui a construit les indicateurs de solidité financière (ISF) ou de la BCE qui a construit les indicateurs macroprudentiels dans le but d'évaluer et de surveiller la stabilité financière.

Dans ce travail, nous nous proposons d'évaluer la stabilité financière du système bancaire pour la zone euro et donc, la performance de la BCE à partir des ISF centraux du FMI pour la période après la crise financière de 2007–2008. On analyse l'évolution de ces indicateurs sous cinq dimensions telles que l'adéquation des fonds propres, la qualité des actifs, la rentabilité, la liquidité et la sensibilité au risque de marché entre 2007–2021. Pour ce faire, on agrège les données par pays afin de pouvoir évaluer la stabilité financière de la zone euro.

## 1. Stabilité financière

Les marchés financiers constituent une part de plus en plus importante des économies de marché grâce à la mondialisation et jouent un rôle dans la croissance économique des pays. Les banques centrales ont placé la stabilité financière au cœur de leurs préoccupations depuis la crise financière de 2007–2008. Néanmoins, l'absence d'un consensus clair sur la définition de la stabilité financière complique sa mesure.

### 1.1 Stabilité ou instabilité financière ?

Comme il n'y a pas de consensus sur la définition de la stabilité financière et comme il s'agit d'un processus dynamique, cette notion est définie dans la littérature à partir de deux points de vue opposés : stabilité et instabilité financières.

Dans la littérature, la stabilité financière est souvent définie soit comme un bon fonctionnement du système financier, soit comme une capacité de résistance du système financier face

aux déséquilibres et aux crises financières. Par exemple, pour Schinasi (2006) la stabilité financière est assurée si le système financier est capable, premièrement, de faciliter l'allocation efficace des ressources économiques, ainsi que d'autres processus financiers et économiques comme l'épargne et l'investissement, le prêt et l'emprunt, la création et la répartition de la liquidité, la détermination du prix des actifs et, en définitive, l'accumulation de richesse et de la croissance économique. Deuxièmement, le système financier doit rendre possible l'évaluation, l'allocation et la gestion des risques financiers et d'en déterminer le prix. Enfin, il doit permettre de faire face aux déséquilibres dus aux chocs exogènes. Allen et Wood (2006) parlent de la stabilité financière quand le système peut continuer à fonctionner de façon efficace malgré des faillites bancaires, des déséquilibres dans les bilans des banques, des non-remboursements des crédits, etc. Cependant, selon Icard (2000), la stabilité financière consiste à assurer la stabilité de chaque composante du système financier (les institutions financières, les marchés financiers et les systèmes de paiements et de règlements) ou, à éviter que la faiblesse de l'une entre elles n'influence les autres ou n'interagisse avec les faiblesses des autres. Patat (2000) considère la stabilité financière comme une notion multidimensionnelle consistant en une situation dans laquelle le fonctionnement des différentes composantes du système financier et surtout leurs relations réciproques s'effectuent de manière saine.

D'une manière complémentaire mais indirecte, définir l'instabilité financière en relation avec la performance économique aide à mieux comprendre la stabilité financière. Par exemple, Crockett (1996) considère l'instabilité financière comme une situation dans laquelle la performance économique est détériorée par la volatilité des prix des actifs financiers ou par l'incapacité des intermédiaires financiers à satisfaire leurs obligations et dont l'effet sur la performance économique est mesurable. Pour Mishkin (1999), l'instabilité financière est relative aux investissements. Si le système financier n'est pas capable de transférer les fonds aux acteurs économiques désirant réaliser des investissements, il sera instable. Driffill et al. (2006) font une définition de l'instabilité financière semblable à celle de Crockett (1996) : un système financier est instable s'il s'agit d'une volatilité des prix des actifs, des risques pour les institutions financières et d'une détérioration de la performance économique.

Borio et al. (2009) proposent trois critères pour assurer la stabilité financière : évaluer les facteurs financiers de différents acteurs économiques du système financier comme les banques, les fonds mutuels, les institutions financières, etc., ne pas considérer la stabilité financière comme indépendante de l'économie réelle et mettre en relation la stabilité financière avec l'instabilité financière.

Sur la base de ces définitions, il est possible de recenser trois axes principaux : (i) l'existence d'un cadre macroéconomique satisfaisant, (ii) la stabilité des institutions financières et des marchés et (iii) les modalités de régulation de la supervision des systèmes de paiement, ainsi que des systèmes de règlement de titres (Patat, 2000). Ainsi la stabilité financière peut être définie à la fois comme une notion macroéconomique, dynamique, large et comme une notion d'utilité (Zhao, 2016).

## 1.2 Mesures de la stabilité financière

On vient de voir qu'il existe une dépendance entre le système financier et ses composantes d'une part et une dépendance entre le système financier et l'économie réelle d'autre part. C'est pour cela qu'il est difficile non seulement de définir la stabilité financière mais aussi de la mesurer.

Dans la littérature, il est possible de parler de deux méthodes essentielles utilisées pour mesurer la stabilité du système financier. La première méthode consiste à choisir un indicateur de mesure permettant d'évaluer le système financier en analysant l'effet de la variation de l'indicateur concerné sur les variables économiques. On peut donner l'exemple des crédits et des contrôles des capitaux en tant qu'indicateur de mesure. La hausse des crédits est souvent considérée comme une variable explicative des crises financières et des crises bancaires en particulier (Alessi et al., 2018, Aikman et al., 2014). Das et al. (2022) utilisent les contrôles de capitaux en tant qu'indicateur de signal d'alarme. La deuxième méthode est basée sur la construction d'un indice composé à partir des indicateurs économiques de différents poids. Il y a plusieurs approches pour construire ces indices comme, par exemple, la méthode de pondération et de variance, la fonction de réponse impulsionnelle, etc., (Wang et al., 2022).

Cependant, depuis la crise financière de 2007–2008, les institutions financières nationales et internationales et les pays essaient de restructurer leur système financier, d'améliorer le niveau

de résistance contre les chocs et de réviser leur mécanisme de surveillance et de contrôle du système. Pour ce faire, la plupart des pays ont commencé à construire leurs propres indicateurs ou indices de stabilité financière. Les banques centrales essaient de mesurer le risque de stabilité financière en se focalisant sur un nombre limité d'indicateurs dans des rapports de stabilité financière qu'elles publient. Par exemple, la BCE publie le « *Financial Stability Review* » deux fois par an depuis 2004. Dans ce rapport, elle essaie d'évaluer la stabilité financière en analysant des indicateurs relatifs à l'environnement macro-financier et de crédit, aux marchés financiers, au secteur bancaire de la zone euro, au secteur financier non-bancaire et à la politique macroprudentielle. Mais comme ces indicateurs et leur mesure peuvent différer d'un pays à l'autre, le FMI et la BCE ont construit des indicateurs standards et donc comparables.

Pour le FMI, un système financier peut être considéré comme stable s'il évite les crises financières et économiques, les fortes fluctuations de l'activité économique, l'inflation et la volatilité excessive des marchés des changes et financiers. Le FMI propose alors les ISF dans le cadre de son programme d'évaluation du secteur financier, lancé en 1999, dont l'objectif est d'évaluer la vulnérabilité de chaque pays individuellement et donc, de renforcer la stabilité du système financier. Ils sont calculés de façon standard (pour 157 pays aujourd'hui) et permettent une comparaison au niveau international. Il y a 39 indicateurs au total qu'on peut classer en deux groupes : les indicateurs centraux et les indicateurs complémentaires. Ils s'appuient soit sur le calcul des fonds propres, soit celui des actifs, soit celui des produits et charges. Douze indicateurs parmi les 39 indicateurs sont des indicateurs centraux proposés au secteur bancaire ; la production de ces indicateurs, dits de base, est prescrite. Ce sont des indicateurs jugés pertinents pour tous les pays. Ils concernent les données dans toutes les grandes catégories de risques bancaires. Ces indicateurs centraux sont calculés en 5 catégories qu'on peut voir en annexe 1 : l'adéquation des fonds propres, la qualité des actifs, les revenus et la rentabilité, la liquidité et la sensibilité au risque du marché.

Les indicateurs complémentaires dont la production est encouragée peuvent être établis en fonction de la situation du pays concerné. Ils sont calculés pour différents acteurs financiers dans le but d'évaluer l'infrastructure financière : institutions collectrices de dépôts, c'est-à-dire les banques, autres sociétés financières, sociétés non

---

financières, ménages. Ils sont pertinents pour évaluer la stabilité financière des entreprises, des institutions et des marchés bancaires et non bancaires et du marché immobilier. Ils permettent d'évaluer les forces et les faiblesses des secteurs financiers des pays, et donc de réduire les risques existants autour des marchés financiers.

Les indicateurs macroprudentiels sont des indicateurs nécessaires à l'analyse macroprudentielle selon la BCE et sont calculés par les banques centrales nationales et les autorités de supervision bancaire. Il s'agit des indicateurs qui aident à déterminer les risques du système financier, à expliquer les périodes de crise financière et à prévoir ces périodes. Ils sont calculés pour les pays membres de l'Union européenne. Il existe 7 groupes principaux et des sous-groupes (voir annexe 2). Les groupes principaux sont les variables macroéconomiques et financières, les variables de dette et de crédit, les variables liées à l'immobilier résidentiel et commercial, les variables des secteurs bancaires et non-bancaires et des variables d'interdépendance.

Même s'il y a certaines similitudes entre les indicateurs proposés par le FMI et la BCE, il y a deux différences importantes. La première différence est la variété des indicateurs. Les indicateurs macroprudentiels sont plus nombreux que les indicateurs calculés dans les ISF du FMI. La deuxième différence réside dans le fait que les indicateurs macroprudentiels sont calculés et publiés de façon consolidée car une banque d'un pays membre de l'Union européenne peut avoir une filiale ou un partenaire dans un autre pays membre de l'Union européenne.

## 2. Analyse de la stabilité financière dans la zone euro

La stabilité financière de la zone euro est analysée à partir des ISF centraux du FMI<sup>1</sup>. Ces indicateurs sont calculés comme la moyenne simple pour les 19 pays de la zone euro dans la période entre 2007 et 2021<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Les données ont été obtenues à partir de la base de données des [ISF du FMI](#).

<sup>2</sup> Les banques centrales nationales (BCN) des pays de la zone euro et la BCE forment l'Eurosystème, considéré comme autorité financière pour préserver la stabilité financière et promouvoir l'intégration financière européenne. Les BCN adoptent donc la politique monétaire de la BCE. C'est pour cela, la moyenne arithmétique

### 2.1 Adéquation des fonds propres

L'« adéquation des fonds propres » correspond au niveau adéquat de fonds propres qu'une banque doit détenir en pourcentage de ses actifs pondérés en fonction des risques afin de pouvoir faire face à ces derniers. Dans le cadre des indicateurs sur l'adéquation des fonds propres de base, il y a des indicateurs qui font appel aux fonds propres considérés comme un élément commun du système bancaire de tous les pays selon le Comité de Bâle. Ces fonds comprennent les capitaux propres sans dette représentant la valeur financière d'une banque. C'est sur ces fonds que le marché et les autorités de contrôle se fondent pour déterminer l'adéquation des fonds propres et ils ont une forte influence sur la marge bénéficiaire et la compétitivité d'une banque (FMI 2006). Parmi ces indicateurs, on trouve le ratio des fonds propres réglementaires sur les actifs pondérés en fonction des risques, le ratio des fonds propres réglementaires de base sur les actifs pondérés en fonction des risques, et le ratio des créances improductives moins provisionnements aux fonds propres.

Le ratio fonds propres réglementaires sur les actifs pondérés en fonction des risques et le ratio fonds propres réglementaires de base sur les actifs pondérés en fonction des risques montrent combien les banques ont besoin de fonds propres pour couvrir les risques que leurs actifs présentent pour elles car les différents actifs d'une banque comme les liquidités, les valeurs mobilières et les prêts consentis aux particuliers, aux entreprises, à d'autres banques et aux gouvernements, présentent des risques de différents degrés. Pour déterminer la quantité de fonds propres qu'une banque devrait détenir pour faire face à des pertes imprévues, la valeur de l'actif est multipliée par la pondération retenue en fonction des risques. Plus il y a des actifs pondérés en fonction des risques, plus les banques ont besoin de détenir des fonds propres (Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, 2017). En d'autres termes, les banques ont besoin de moins de fonds propres pour couvrir les expositions à des actifs sûrs, et de davantage de fonds propres pour couvrir les expositions plus risquées (Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, 2017). Le ratio créances improductives moins provisionne-

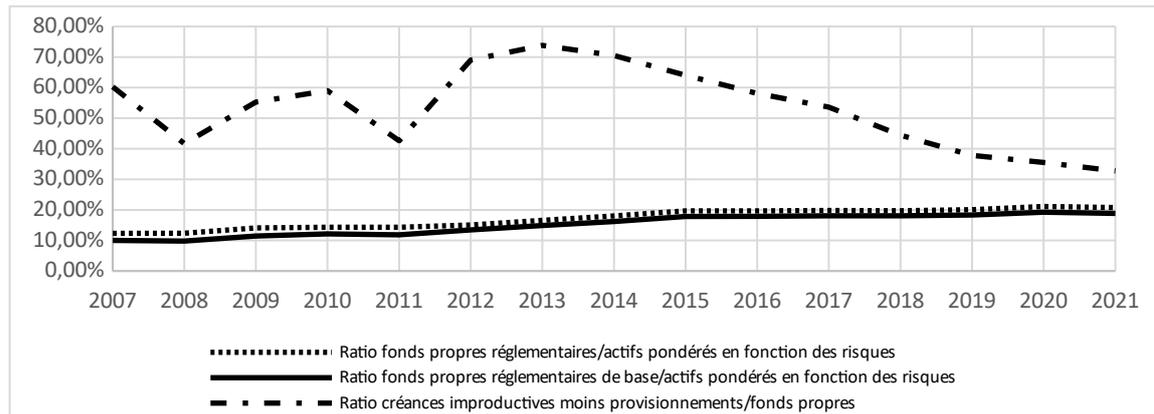
---

des indicateurs entre les pays de la zone euro est calculée pour obtenir une valeur de l'indicateur concerné pour la zone euro. Ainsi l'évolution de la moyenne de l'indicateur va permettre d'évaluer la stabilité financière au sein de la zone euro et donc la performance de la stabilité financière de la BCE.

ments aux fonds propres fait ressortir l'impact potentiel des prêts improductifs, nets de provisions, sur les fonds propres (FMI 2006). Cet indicateur permet de mesurer la capacité des banques à faire face à des pertes dues à des prêts improductifs : plus la part des prêts improductifs est importante dans les fonds propres, moins les banques sont capables d'accorder des nouveaux crédits.

tios précédents : le ratio atteint ses valeurs les plus faibles pendant la crise financière 2007–2008 (41,71 %) et en 2011 (42,60 %) à cause de l'augmentation des risques pour la stabilité financière de la zone euro survenue lors de la crise du risque souverain. La valeur la plus élevée est réalisée en 2013 (73,83 %) suite à cette crise. La part des prêts improductifs dans les fonds propres a ensuite tendance à baisser. Il faut noter

Graphique 1 : L'adéquation des fonds propres



Source : Séries calculées par l'auteur à partir des ISF de FMI.

Le graphique 1 présente l'évolution de la moyenne arithmétique de ces trois ratios dans la période 2007–2021 pour les 19 pays de la zone euro. On constate que le ratio fonds propres réglementaires de base sur actifs pondérés en fonction des risques et le ratio des fonds propres réglementaires sur les actifs pondérés en fonction des risques évoluent de façon quasi-parallèle, le ratio des fonds propres réglementaires de base aux actifs pondérés en fonction des risques étant toujours inférieur au ratio des fonds propres réglementaires sur les actifs pondérés en fonction des risques. C'est parce que les fonds propres réglementaires de base qui comprennent le capital libéré, les actions ordinaires et les réserves déclarées créées ou accrues par des affectations de bénéfices non distribués représentent un sous-ensemble des fonds propres réglementaires. Ces deux ratios ont tendance à augmenter de 10 % à 20 % dans la période concernée. Parmi les 19 pays de la zone euro, c'est l'Estonie qui a les deux ratios les plus élevés dans la plupart des années d'analyse même si les deux ratios baissent à partir de 2018 (de 31 % en 2018 à 24,5 % en 2021) et ce sont l'Espagne et le Portugal qui ont les ratios les plus faibles évoluant autour de la moyenne de la zone euro. Cependant, en ce qui concerne l'évolution du ratio des créances improductives moins provisionnements sur fonds propres, on constate qu'il est plus volatile que les deux ra-

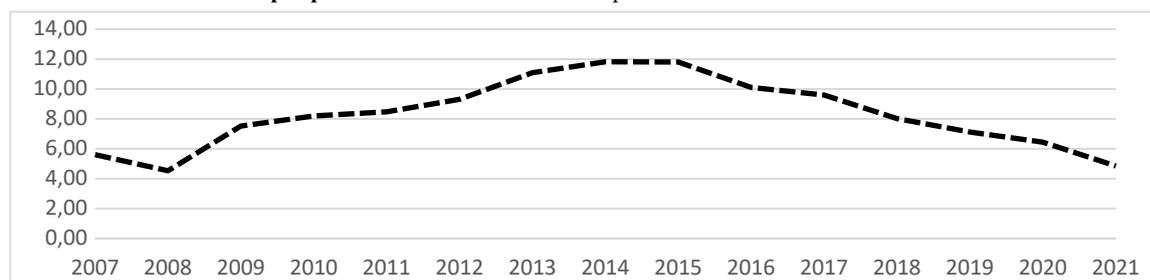
que le Portugal, l'Espagne et Malte voient leur ratio augmenter alors que la moyenne de la zone euro baisse.

Selon les ISF sur fonds propres, on peut dire que le système bancaire des pays de la zone euro devient de plus en plus apte à faire face à des pertes dues aux risques associés à leurs actifs car les ratios ont tendance à augmenter et que comme la part des prêts non-performants dans les fonds propres a tendance à baisser depuis 2013, il y a une amélioration de la capacité du système bancaire par rapport aux pertes dues aux prêts improductifs.

## 2.2 Qualité des actifs

La qualité des actifs est un indicateur du niveau du risque et des limites des crédits. Elle évalue la situation des fonds bancaires à partir des emprunts des crédits. Cet indicateur faisant appel aux actifs vise à analyser la qualité du portefeuille du système bancaire. Une faible qualité des actifs influence négativement les fonds propres des banques et donc leur solidité financière. Parmi ces indicateurs, le FMI utilise le ratio des créances non-performantes sur le total des crédits bruts et le ratio de la répartition sectorielle des prêts au total des prêts.

**Graphique 2 : Le ratio des créances improductives au total des crédits bruts**



Source : Séries calculées par l'auteur à partir des ISF de FMI.

Le ratio des créances improductives au total des crédits mesure la part des crédits devenus non-performants dans le total des prêts accordés à la clientèle. Une hausse de ce ratio signale une détérioration de la qualité du portefeuille de prêts. Plus le risque de non-remboursement des prêts est élevé, plus la qualité des actifs est faible. Quand la qualité des actifs baisse, les banques doivent détenir davantage de fonds propres et accroître leurs provisions pour faire face au risque de crédit. On observe dans le graphique 2 que ce ratio reste au-dessous de 10 % en moyenne pour la période étudiée, sauf entre 2012 et 2016. Cette détérioration de la qualité du portefeuille correspond à la période de la crise économique de la zone euro qui a influencé la plupart des pays européens. Chypre, le Portugal et la Grèce sont les pays de la zone euro dont le portefeuille est relativement de mauvaise qualité avec des ratios volatiles de plus de 30 % par rapport aux autres pays et à la moyenne de la zone euro.

Le second indicateur pour la qualité des actifs est la répartition sectorielle des prêts par rapport au total des prêts. Cet indicateur fournit des renseignements sur la répartition des prêts aux secteurs résidents et aux non-résidents. Dans le cas où le crédit global se concentre fortement dans un secteur ou dans une activité économique résidente, il peut y avoir une certaine vulnérabilité du secteur bancaire face aux variations des prix, de la rentabilité ou de l'activité concernée. Parmi les 19 pays de la zone euro, ce ratio est disponible seulement pour l'Estonie sur la période d'étude et pour les Pays-Bas entre 2019 et 2021. Cet indicateur est assez élevé pour l'Estonie, fluctuant aux alentours de 60 % entre 2008 et 2018 mais augmente considérablement en 2019 pour atteindre 82 % signalant une vulnérabilité pour la qualité des actifs en Estonie. Cependant, les Pays-Bas, contrairement à l'Estonie, ont des ratios très faibles (2,45 % en 2019, 2,48 % en 2020 et 2,51 % en 2021), ce qui per-

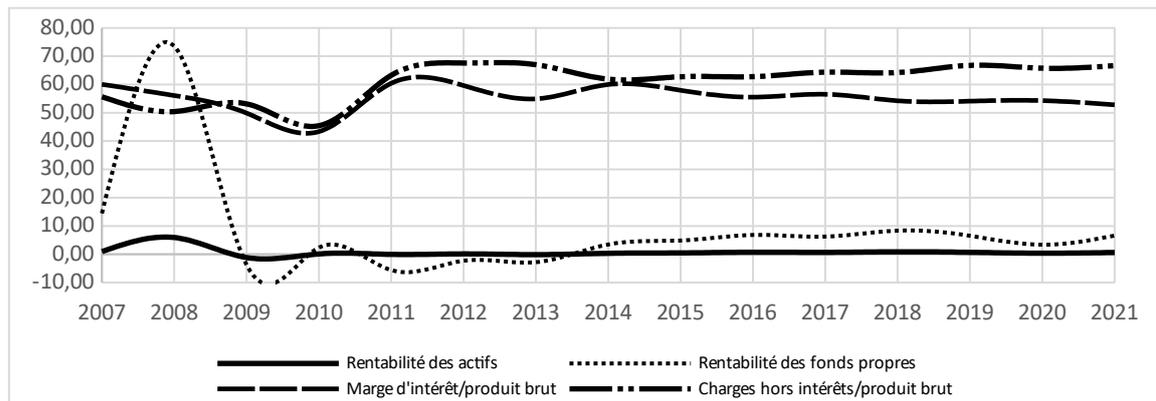
met de dire que la qualité des actifs est assez bonne aux Pays-Bas selon cet indicateur de la répartition sectorielle des prêts au total des prêts.

### 2.3 Résultat et rentabilité

Le FMI utilise quatre ratios pour évaluer la rentabilité du secteur bancaire : la rentabilité des actifs, la rentabilité des fonds propres, le ratio de la marge d'intérêt au produit brut et le ratio des charges hors intérêts au produit brut.

La rentabilité des actifs, calculée comme le rapport du résultat net au nombre d'actifs, est un indicateur basé sur les actifs. Elle représente le profit qu'une banque peut générer à partir de ses actifs. Plus ce ratio est élevé, plus la banque est considérée comme efficace dans la gestion de son bilan pour générer des bénéfices. La rentabilité des fonds propres, définie comme le rapport entre le résultat net et les fonds propres, est un indicateur basé sur les fonds propres. Si le ratio est élevé, la banque crée de la richesse à partir de son capital, sans prendre en compte les autres sources de financement et réalise une forte rentabilité. Une divergence entre ces deux ratios n'est pas un bon signe car elle indique que les profits sont générés grâce à un niveau d'endettement élevé alors que la rentabilité des actifs n'est plus suffisante. Les ratios de la marge d'intérêt au produit brut et des charges hors intérêts au produit brut sont des indicateurs qui font appel aux produits et aux charges. Le ratio de la marge d'intérêt au produit brut permet de mesurer la part des produits d'intérêts nets dans le produit brut. Une valeur faible du ratio indique un faible niveau d'activité du secteur bancaire. Dernièrement, le ratio des charges hors intérêts au produit brut mesure des charges administratives par rapport au produit brut.

Graphique 3 : L'adéquation des fonds propres



Source: Séries calculées par l'auteur à partir des ISF de FMI.

Le graphique 3 donne l'évolution des moyennes de ces quatre indicateurs relatifs à la rentabilité du secteur bancaire dans la zone euro. On constate que la rentabilité des actifs, après avoir atteint sa valeur maximum (5,93) en 2008, chute en 2009 (-1,14 %) et stagne autour de 0 % tout au long de la période étudiée. La rentabilité des fonds propres aussi atteint sa valeur maximale (73,58 %) en 2008, chute en 2009 (-3,68 %) et devient positif après 2013 en dépassant la rentabilité des actifs. C'est l'effet de la crise financière de 2008 qui influence négativement la rentabilité du secteur bancaire dans la zone euro. On constate que les deux ratios commencent à diverger à partir de 2014, indiquant que les profits du secteur bancaire sont réalisés à partir d'un endettement élevé alors que la rentabilité des actifs n'est pas suffisante. Cependant, les ratios de la marge d'intérêt au produit brut et les charges hors intérêts au produit brut sont élevés : le ratio de la marge d'intérêt au produit brut est toujours proche de 55 % et le ratio des charges hors intérêts au produit brut autour de 65 %. Cela permet de dire que le secteur bancaire a un niveau d'activité assez élevé en moyenne dans la zone euro mais les charges administratives ont une part de plus en plus importante dans le produit brut.

## 2.4 Liquidité

La liquidité est un indicateur de solidité financière qui fait appel aux actifs du système bancaire<sup>3</sup>. Idrissi et Madiès (2012) affirment

<sup>3</sup> Idrissi et Madiès (2012) définissent trois types de risques de liquidité : (i) le risque de liquidité de la banque centrale représentant la capacité d'une banque centrale à fournir la liquidité dont le système financier a besoin, (ii) le risque de liquidité de marché correspondant à la liquidité, ou à la monnaie qu'une banque est

qu'une banque est illiquide si elle est victime d'une insuffisance de trésorerie, c'est-à-dire si elle n'est plus en mesure d'honorer ses engagements immédiats (décaissements) grâce à ses encaissements. Ceci implique que le degré de liquidité est important pour la bonne santé du système bancaire car non seulement c'est une condition de l'efficacité des marchés mais aussi l'illiquidité sur un marché peut entraîner une crise systémique.

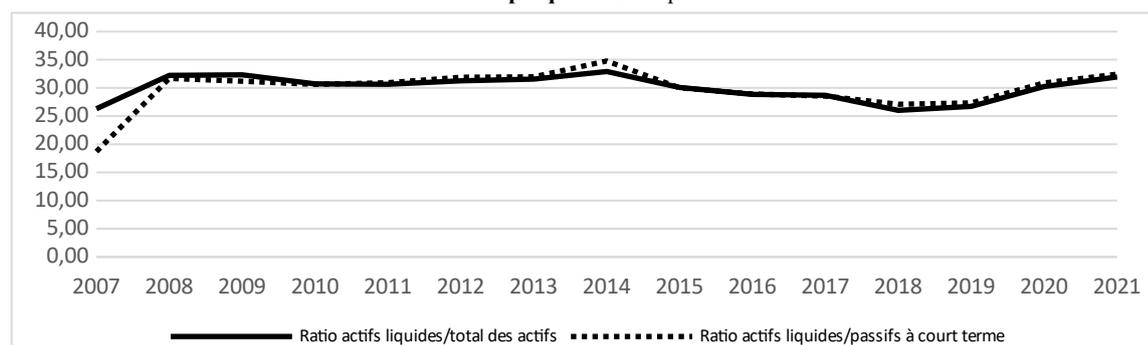
Le FMI mesure la liquidité à partir de deux ratios : le ratio des actifs liquides au total des actifs et le ratio des actifs liquides aux passifs à court terme. Le ratio des actifs liquides au total des actifs, appelé aussi le ratio de liquidité des actifs, donne la part des actifs liquides dans la totalité des actifs et indique la capacité à faire face à des demandes attendues ou inattendues d'espèces. Cependant, le ratio des actifs liquides aux passifs à court terme, appelé aussi le ratio de liquidité générale, montre si une banque a un actif à court terme suffisant pour couvrir son passif à court terme. Plus ces deux ratios sont élevés, plus le degré de liquidité est élevé dans le secteur bancaire et donc plus le système bancaire est solide.

Dans le graphique 4, on a l'évolution de ces deux ratios calculés comme la moyenne des 17 pays de la zone euro<sup>4</sup>. Après la crise financière de 2008, la liquidité est assez stable. Même si les ratios sont relativement faibles entre 2015 et 2018, ils ont tendance à augmenter conjointement après 2018.

en mesure d'obtenir grâce à la liquidation des actifs qu'elle détient, (iii) le risque de liquidité de financement chez les banques quand elles ne sont pas capables de répondre à leurs obligations à temps.

<sup>4</sup> On a exclu le Portugal et l'Irlande dans le calcul de ces deux ratios à cause des valeurs trop élevées de leurs ratios d'actifs liquides par rapport aux 17 autres pays de la zone Euro.

Graphique 4 : La liquidité



Source : Séries calculées par l'auteur à partir des ISF de FMI.

### 3.5 Sensibilité au risque de marché

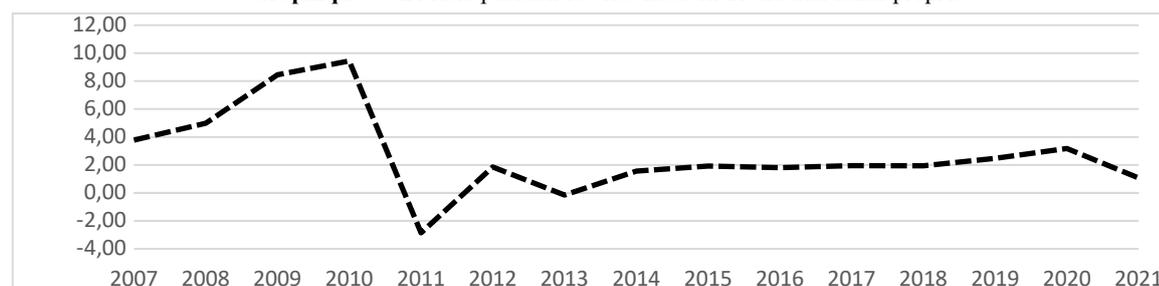
Le dernier indicateur de solidité financière est la sensibilité au risque de marché, lequel est un indicateur faisant appel aux fonds propres. Le FMI mesure cette sensibilité par le degré de risque de change et pour ce faire, il utilise le ratio position ouverte nette en monnaie étrangère sur fonds propres. En fait, cet indicateur mesure l'asymétrie des positions d'actif et de passif en devise pour l'évaluation de la vulnérabilité des fonds propres aux fluctuations des taux de change. Une position neutre en monnaie étrangère va protéger les banques contre des pertes dues à des variations du taux de change. Donc, plus ce ratio est faible, plus le système bancaire sera solide.

ment pour certains pays<sup>5</sup>. C'est la Grèce qui attire l'attention parmi les pays concernés : sur la période de la crise économique, la Grèce est très sensible au risque de marché (16,31 % en 2009) mais grâce à la restructuration de ses dettes et les plans d'aides elle arrive à améliorer son niveau de sensibilité au risque de marché (-82,11 % en 2011). La Slovénie est la moins sensible au risque de marché pendant les dernières années de la période d'analyse avec des ratios supérieurs à la moyenne de la zone euro (10,83 % en 2017, 12,03 % en 2018, 10,73 % en 2019 et 21,74 % en 2020).

### Conclusion

La stabilité financière est un concept assez diffi-

Graphique 5 : Le ratio position ouverte nette en devise aux fonds propres



Source : Séries calculées par l'auteur à partir des ISF de FMI.

Le graphique 5 indique que le système financier de la zone euro est sensible au risque de marché dans la période de la crise globale financière de 2007–2008 puisque le ratio de la position ouverte nette en devise aux fonds propres atteint pendant cette période son niveau le plus élevé (9,44 %). Cependant, après la mise en œuvre des mesures macroprudentielles, il devient de moins en moins sensible et cette sensibilité reste stable pour le reste de la période étudiée. Il est important de noter que cet indicateur est indisponible ou partiellement disponible seule-

cile à définir et à mesurer. Dans ce travail, on a essayé de révéler les forces et les vulnérabilités du système financier au sein de la zone euro à partir des ISF centraux du FMI. Selon l'analyse des indicateurs sur les fonds propres, le système bancaire dans la zone euro devient de plus en plus capable de faire face à des pertes dues aux risques pouvant affecter leurs fonds propres et aux prêts improductifs. La hausse du ratio de la

<sup>5</sup> Les données ne sont pas disponibles pour les Pays-Bas, la Finlande et le Portugal et sont partiellement disponibles pour la France, l'Espagne, l'Estonie.

qualité des actifs signale une amélioration de la qualité du portefeuille de prêts. En ce qui concerne la rentabilité, même si le secteur bancaire a un niveau d'activité assez élevé, elle a besoin d'être améliorée au niveau des rentabilités des actifs et des fonds et au niveau des charges administratives pour renforcer la rentabilité du secteur bancaire. Quant à la liquidité, il y a aujourd'hui une amélioration car les ratios relatifs augmentent à partir de 2018. Dernièrement, on a constaté que la zone euro était assez sensible au risque de marché. On sait que la stabilité financière est fortement dépendante des risques exogènes et endogènes. L'un des axes sur lequel elle repose est l'existence d'un cadre macroéconomique satisfaisant. Pour la période 2007–2021, il y a des crises économiques comme la crise des *subprimes*, celle de la Grèce, etc., et des chocs extrêmes comme la pandémie de Covid-19, la crise énergétique, etc., qui ont des effets négatifs sur le système financier. Donc, seule l'amélioration des indicateurs concernés ne sera pas suffisante pour la stabilité financière sans l'amélioration de la conjoncture économique. Cependant, la BCE parle aujourd'hui d'une détérioration des conditions économiques et des risques extrêmes pour la stabilité financière comme la crise de l'énergie, l'inflation en progression, des taux d'intérêts élevés, des prévisions de croissance plus faible, la réévaluation des marchés, etc. (BCE 2022). Il serait souhaitable que ces conditions ne causent pas de vulnérabilité dans le système financier et ne détériorent pas la stabilité financière au sein de la zone euro.

### Références bibliographiques

- Aikman, D., Haldane, A.G., et Nelson, B.D. (2014), « Curbing the credit cycle », *The Economic Journal* 125(585), 1072–1109.
- Alessi, L. et Detken, C. (2018), « Identifying excessive credit growth and leverage », *Journal of Financial Stability* 35, 215–225.
- Allen, W.A. et Wood, G. (2006), « Defining and Achieving Financial Stability », *Journal of Financial Stability* 2(2), 152–172.
- Banque centrale européenne (2022), *Financial Stability Review*, November 2022.
- Banque centrale européenne (2008), *Bulletin mensuel 10ème anniversaire de la BCE*, ISSN (internet) 1725-2822.
- Banque centrale européenne (2023), *La stratégie de la politique macroprudentielle*.
- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2017), « Finalisation de Bâle III en bref », Décembre 2017, Banque des règlements internationaux.
- Boh, S., Borgioli, A.C., Chiriacescu, B., Koban, A., Kusmierczyk, P., Pirovano, M., Schepens, T. et Veiga, J. (2019), « European macroprudential database », *Statistics Paper Series* (32).
- Borio, C. et Drehmann, M. (2009), « Towards On Operational Framework For Financial Stability : “fuzzy” measurement and its consequences », *BIS Working Papers* 2984.
- Crockett, A. (1996), « The Theory and Practice of Financial Stability », *De Economist* 144 (4), 531–568.
- Das, M. et Ordal, H. (2022), « Macroeconomic Stability or Financial Stability : How Are Capital Controls Used ? Insights From A New Database », *Journal of Financial Stability* 63.
- Driffill, J., Rotondi, Z. et Zazzara, C. (2006), « Monetary policy and financial stability: What role for the futures market? », *Journal of Financial Stability*, 2(1), 95–112.
- Fonds monétaire international (2006), *Indicateurs de solidité financière – Guide d'établissement*, Washington.
- Icard, A. (2000), « Strengthening Financial Stability: Institutional Approach or Pragmatic Multitherapy? ». In *Global Financial Crises*, 397–408, Springer, Boston, MA.
- Idrissi, Y. et Madiès P. (2012), « Les risques de liquidité bancaire : définitions, interactions et réglementation », *Revue d'économie financière* 107(3), 315–332.
- Mishkin, F. S. (1999), « Global Financial Instability : Framework, Events, Issues », *Journal of Economic Perspectives* (4), 3–20.
- Patat, J.P. (2000), « La stabilité financière, nouvelle urgence pour les banques centrales », *Bulletin de la Banque de France* (84), La Banque de France.
- Schinasi, G.J. (2006), « Préserver la stabilité financière », Dossier Économiques (36), Fonds monétaire international.
- Wang, H., Xu, N., Yin, H. et Ji, H. (2022), « The Dynamic Impact of Monetary Policy on Financial Stability in China After Crisis », *Pacific-Basin Finance Journal* (75), 101855.
- Zhao, B. (2016), « The Analysis of The Measurements of Financial Stability », 2nd International Conference on Management Science and Innovative Education (MSIE 2016).

## Annexe I : Indicateurs de solidité financière de FMI

<b>Indicateurs centraux (Production prescrite)</b>	
<b>Institutions collectrices de dépôts</b>	
<b>Adéquation des fonds propres</b>	Fonds propres réglementaires/actifs pondérés en fonction des risques Fonds propres réglementaires de base/actifs pondérés en fonction des risques Créances improductives moins provisionnements/fonds propres
<b>Qualité des actifs</b>	Créances improductives/total des crédits bruts Répartition sectorielle des prêts/total des prêts
<b>Résultat et rentabilité</b>	Rentabilité des actifs Rentabilité des fonds propres Marge d'intérêt/produit brut Charges hors intérêt/produit brut
<b>Liquidité</b>	Actifs liquides/total des actifs Actifs liquides/passifs à court terme
<b>Sensibilité au risque de marché</b>	Position ouverte nette en devise/fonds propres
<b>Indicateurs complémentaires (Production encouragée)</b>	
<b>Institutions collectrices de dépôts</b>	Fonds propres/actifs Grands risques/fonds propres Répartition géographiques des prêts/total des prêts Position d'actifs bruts sur dérivés financiers/fonds propres Position de passif brute sur dérivés financiers/fonds propres Produit des transactions/total des produits Charges de personnel/charges hors intérêts Écart entre les taux débiteur et créateur de référence Écart le taux plafond et le taux plancher interbancaires Dépôts de la clientèle/total des prêts (non interbancaires) Prêts libellés en devises/total des prêts Passifs libellés en devises/total des passifs Position ouverte nette en actions et autres participations/fonds propres
<b>Autres sociétés financières</b>	Actifs financiers/total des actifs financiers des secteurs résidents Actifs/PIB
<b>Sociétés non financières</b>	Dette totale/fonds propres Rentabilité des fonds propres Résultat/charge d'intérêts et principal Position de change nette/fonds propres Nombre de demandes de protection vis-à-vis des créanciers
<b>Ménages</b>	Dette des ménages/PIB Service de la dette et remboursement du principal/revenu des ménages
<b>Liquidité du marché</b>	Ecart moyen entre les cours acheteur et vendeur sur le marché boursier Taux de rotation quotidien moyen sur le marché boursier
<b>Marchés immobilier</b>	Prix des biens mobiliers Prêts immobiliers résidentiels/total des prêts Prêts immobiliers commerciaux/total des prêts

Source : Schinasi (2006), p. 7.

## Annexe II : Indicateurs macroprudentiels de la BCE

Variable	Indicateurs
<b>Variables macroéconomiques et financières</b>	Indicateurs monétaires Indicateurs macroéconomiques Indicateur de PIB Indicateurs de taux de change Indicateurs du marché financier Indicateurs du risque et d'incertitude Indicateurs de conditions financières Indicateurs d'endettement et de prêt
<b>Variables de dette et de crédit</b>	Crédit total et des indicateurs de service de dette Indicateurs de crédits bancaires Crédits du secteur financier par sous-secteurs Risques hors-frontières/de devises/de titres Risques de crédit bancaire (FINREP et COREP) Conditions de crédits (BLS)
<b>Variables de l'immobilier résidentiel</b>	Prêts immobiliers des ménages Propriétés des prêts immobiliers/standards de crédit Prix des immobiliers et indicateurs pour évaluer les prix des immobiliers Transactions des immobiliers et côté d'offre
<b>Variables de l'immobilier commercial</b>	Indicateurs de risque Risques du secteur financier
<b>Variables du secteur bancaire</b>	Structure bancaire Profit/Perte Rentabilité Bilan Liquidité et fonds Prêts et effet de levier Capital Qualité des fonds Indicateurs de fonds localisés
<b>Variables du secteur non-bancaire</b>	Assurance et fonds de retraites Autres institutions financières
<b>Variables d'interdépendance</b>	Indicateurs d'interdépendance

Source : Boh et al. (2019).

---

# La gouvernance économique de la zone euro

## Réalités et perspectives

Amélie Barbier-Gauchard\*, Moïse Sidiropoulos\*, Aristomène Varoudakis#

### L'ouvrage de référence pour comprendre les débats sur l'avenir de la zone euro.

Depuis la signature du Traité de Maastricht, le parcours de l'euro n'a pas été un long fleuve tranquille : critiques du rôle de la Banque centrale européenne, absence de politique budgétaire commune, crise de la dette souveraine, remise en cause des fondements de la monnaie unique... L'architecture de la zone euro pose des questions. L'UEM cherche un

second souffle dans un contexte international instable.

Cet ouvrage permet de **comprendre les difficultés auxquelles la zone euro est confrontée et les défis qu'elle doit relever pour se rapprocher d'une zone monétaire optimale**. En abordant à la fois les problématiques monétaires, budgétaires, fiscales, financières et bancaires, il permet de cerner, de façon exhaustive, les **différentes facettes de la gouvernance économique de la zone euro**.

Cet ouvrage s'adresse à un **public très large** : étudiants en sciences économiques, sciences politiques, droit, candidats aux concours des grandes écoles ou aux concours administratifs, praticiens ou observateurs de l'intégration européenne et, d'une façon générale, toute personne qui souhaite saisir les enjeux relatifs à l'union monétaire européenne.

Broché : 448 pages, 26,50 euros

Éditeur : De Boeck SUP (22 mai 2018)

Collection : Ouvertures économiques

Langue : Français

ISBN-10 : 2807320104

ISBN-13 : 978-2807320109

Pour une note de lecture, voir

<https://opee.unistra.fr/spip.php?article378>



\* Université de Strasbourg, CNRS, BETA UMR 7522, F-67000 Strasbourg, France.

# Économiste et professeur honoraire à l'Université de Strasbourg, France.

## Politiques monétaires non conventionnelles et *policy-mix* en période de crises : deux exemples majeurs

Gervasio Semedo\*, Tobignaré Yabré#

**Les crises financières et réelles récentes ont présenté de nombreux défis aux banques centrales et aux gouvernements de nombreux pays développés et émergents. Pendant que les effets de la crise des *sub-primes* s'estompaient à peine, la pandémie de Covid-19, crise d'une autre nature, déstabilise l'ordre économique et géopolitique préexistant. Cet article fait le point sur les mesures non conventionnelles de la politique monétaire mises en œuvre en réponse à la crise des *sub-primes* d'une part, et à la crise sanitaire d'autre part. L'impact de ces deux crises sur l'économie réelle a été indéniable, mais leurs effets financiers et monétaires ont été contenus, montrant l'ingéniosité des banques centrales qui, par apprentissage, ont appris à s'adapter à ces phénomènes de grande ampleur. Nous montrons que les autres politiques économiques ont été coordonnées avec la politique budgétaire, renforçant ainsi la notion de *policy-mix*. Le caractère mondial ou systémique des crises a nécessité une implication d'acteurs multilatéraux comme le FMI.**

Codes JEL : E50, E62, G01.

Mots-clefs : Politiques monétaires non conventionnelles, *policy-mix*, crise des *sub-primes*, Covid-19.

La politique dite de *quantitative easing* (QE), ou assouplissement quantitatif, est l'une des mesures des plus connues des mesures non conventionnelles de la politique monétaire. À la suite de la crise des *sub-primes* de 2007 entraînant un assèchement des liquidités sur le marché interbancaire, les banques commerciales ne pouvaient plus suivre les agents non financiers (ANF) dans leur besoin de trésorerie. Pour éviter une crise réelle persistante avec ses cortèges de faillite, de récession et de chômage, les banques centrales telles que la Réserve fédérale (Fed) des États-Unis, la Banque centrale européenne (BCE), la Banque d'Angleterre, etc., ont injecté massivement de la monnaie en achetant en contrepartie des titres de créances, à la fois sûres et plus ou moins risquées, afin de donner aux banques commerciales les moyens de répondre à des demandes pressantes de liquidités. De telles opérations inscrites au passif des BC ont eu une conséquence sur la base monétaire et sur la création monétaire. La politique d'assouplissement quantitatif est une politique discrétionnaire consistant à mettre plus de moyens de paiement à la disposition des ANF et elle s'ef-

fectue dans le cadre des opérations de refinancement sans rationnement. Non seulement il n'y a pas de plafond, mais également la qualité exigée des titres n'est pas très contraignante et la durée de mise en pension des titres présentés au refinancement est allongée jusqu'à trois ans pour la BCE. De fait, les opérations principales de refinancement (OPR) se font à des taux très faibles voire égaux à zéro ou négatifs. La BCE a même marqué de son sceau le lancement en 2011-2012 de deux opérations des plus importantes de refinancement de très long terme de mille milliards d'euros à destination des banques commerciales. Pour rappel, à la fin de 2007, l'encours total des opérations de refinancement à long terme était de 268 milliards d'euros.

Cette politique a également assoupli depuis 2007 les conditions d'éligibilité des titres donnés en garantie (collatéraux) aux BC par les banques commerciales. Auparavant, les choses étaient claires en Europe, les banques présentaient des actifs de type 1 : billets de trésorerie des grandes entreprises, certificats de dépôts des banques commerciales, bons à moyen terme né-

\* LEO, Université de Tours, Université d'Orléans, France.

# BETA, CNRS, Université de Strasbourg, France.

---

gociable des établissements financiers, ainsi que bons du Trésor émis par les États comme les bons à moyen terme (BMTN), dans la mesure où tous les acteurs y compris les gouvernements émetteurs de dettes étaient perçus comme solvables. Jusqu'en 2007, les banques centrales prenaient en garantie des titres de créances de grande qualité en contrepartie de monnaie centrale destinée aux banques commerciales. Après 2007, les banques centrales prennent des actifs plus risqués de type 2 moins appréciés par les agences de notation afin d'éviter des crises de liquidités<sup>1</sup>. Les risques relativement faibles sont encourus lorsqu'elles achètent des obligations sécurisées (*Covered Bonds*) adossées sur un portefeuille de prêts hypothécaires.

La BCE classe des adossements à des actifs de moindre qualité dans le cadre de titrisation selon une échelle de risque jusqu'au plus haut niveau regroupant des actifs « pourris »<sup>2</sup>. Le *credit easing* vient alors compléter cette mesure, se traduisant, par exemple, par l'achat de la dette souveraine des pays et par des prêts avec ou sans collatéraux aux banques commerciales à des conditions favorables. La *forward guidance* est aussi une technique non conventionnelle, consistant à stabiliser les taux directeurs à un niveau faible et même négatif. Ces mesures agissent directement sur la structure des taux d'intérêt et les anticipations des agents financiers et non financiers qui, rassurés dans leur calcul, prennent de bonnes décisions économiques. Ainsi, les ANF peuvent emprunter dans de bonnes conditions de crédit et les intermédiaires financiers sont prêts à accorder plus de crédits.

Dans ce travail, nous illustrons la réaction des BC face à des crises de diverses natures à partir de deux exemples. Nous montrons que, pour réduire les impacts financiers et réels négatifs des crises, elles ont coordonné leurs actions avec les

---

<sup>1</sup> Les titres admis par les banques centrales et auparavant considérés comme peu risqués peuvent devenir plus risqués : par exemple, les bons du Trésor grec ou des BMTN émis par des sociétés à réputation moyenne.

<sup>2</sup> Lorsqu'une institution financière, telle qu'une banque, accorde un prêt, elle peut ensuite regrouper un grand nombre de ces prêts pour former de nouveaux titres négociables qu'elle vend ensuite à des investisseurs, un processus appelé titrisation. Les actifs de moindre qualité font référence aux prêts qui présentent un risque plus élevé de non-remboursement, tels que les prêts hypothécaires à taux variable ou les prêts accordés à des emprunteurs à haut risque. Ces actifs peuvent être plus risqués pour les investisseurs, car ils ont plus de chances de faire défaut, ce qui peut entraîner des pertes pour les investisseurs.

autorités budgétaires. Cette coordination s'est même élargie en cas de nécessité, aux institutions multilatérales et ou régionales (interactions BCE, UE, FMI...).

## 1. Crises des *subprimes* et *policy-mix*.

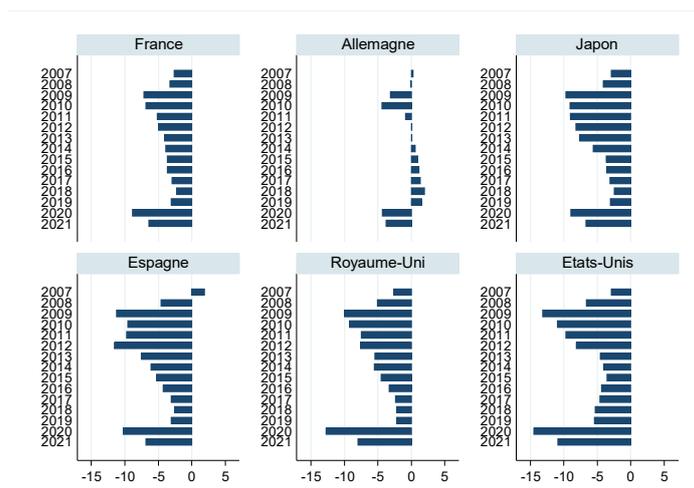
Aux États-Unis, les établissements de crédits distinguent deux catégories de prêts hypothécaires. Ainsi, il existe d'une part le marché des prêts hypothécaires (immobiliers ou rechargeables) de bonne qualité, accordés à des débiteurs hautement solvables par les institutions financières appelés prêts « prime », et d'autre part, un marché de prêts hypothécaires « *subprimes* », accordés à une clientèle peu solvable (Ramskogler, 2015). Une spécificité de ces marchés de crédit aux États-Unis est que les emprunteurs hypothécaires pouvaient emprunter jusqu'à cent dix pourcents de la valeur de l'objet du prêt.

À partir de 2004, les autorités américaines autorisent les établissements financiers d'augmenter de 300 % leurs capacités de prêts sans faire augmenter leurs fonds propres conformément aux exigences de Bâle 1 et 2 et aux ratios Cooke et McDonough. Ainsi, les prêts de *subprimes* ont été accordés à des ménages peu solvables, mais à taux variables, aggravant ainsi les facteurs de risques. Sur plusieurs années, les ménages étaient attirés par des taux faibles et l'incitation fiscale, mais une remontée des taux de 1 % à 5,25 % (entre 2001 et 2006) suffit à remettre en cause leur solvabilité. En effet, lorsque les premiers retards de paiement sont survenus, les banques ont saisi les biens immobiliers achetés avec les prêts, pour se rembourser. Comme une grande partie des prêts avait été octroyée à des foyers peu solvables, il y a eu de nombreuses saisies immobilières, qui ont été ensuite remises en vente. L'excès d'offre se renforce, entraînant la baisse des prix de l'immobilier, ce qui a conduit à une paralysie du système. De même, les rehausseurs de crédits et les fonds d'investissement perdent de l'argent et les marchés financiers accusent des revers. Avec de telles pertes, les banques internationalisées ayant des prises de participation croisée, avec des fonds asiatiques, européens et arabes, acceptent difficilement de fournir des financements contre des collatéraux.

L'incertitude dans la liquidité des collatéraux et dans la localisation des titres contaminés ont progressivement bloqué les relations interbancaires et a commencé à mettre en difficulté un

nombre de banques américaines à partir de juillet 2007, par exemple, Lehman Brothers, et des banques européennes, comme la Société Générale et d'autres à travers le monde durant l'automne 2008. Les banques ne se prêtent plus entre elles dans l'incertitude d'un défaut de paiement, entraînant *de facto* une chute de l'activité interbancaire conduisant à une crise contagieuse.

Graphique 1 : Solde public



Source : auteurs, à partir du World Economic Outlook, 2022.

Face à la crise, les autorités ont réagi de trois manières. Premièrement, au niveau légal, elles protègent les ménages endettés par une restructuration avec un allongement d'échéances, une annulation de l'impôt dû, une diminution des montants exigibles et des taux d'intérêts plus favorables.

Deuxièmement, aux États-Unis, en Europe et en Asie, les banques centrales ont injecté massivement des liquidités dans le marché interbancaire. La BCE et la Fed en particulier, par des opérations d'*open market*, augmentent considérablement les volumes de refinancement. Elles créent de nouveaux instruments de financement basés sur la titrisation sous forme de CDO (*credit default swaps*) et ou de CDS (*collateralised debt obligation*) et rachètent aux banques et aux investisseurs des titres des pays surendettés puis ont mené plusieurs programmes d'assouplissement quantitatif.

Troisièmement, des recours à des nationalisations dans le secteur des institutions financières et monétaires, notamment au Royaume-Uni, aux États-Unis et en Belgique ont été effectués. Le G20 a déclaré sa volonté de réguler les banques et autres institutions financières pour éviter les

excès qui ont conduit à la crise (Billaud, 2011). En particulier, les pays membres ont décidé d'élever les normes en matière de capitaux propres, de mettre en place des normes strictes en matière de rémunération, d'améliorer le marché des produits dérivés et de responsabiliser les grandes entreprises multinationales quant aux risques qu'elles prennent. Pour atteindre ces objectifs, le G20 a créé le Conseil de stabilité financière, qui inclut les principales économies émergentes et surveille les progrès dans la réglementation financière.

Aux États-Unis, comme en Europe, jusqu'en 2013, les gouvernements se sont efforcés d'assouplir la politique monétaire. Mais sur le plan budgétaire, les comportements n'ont pas été les mêmes au regard des situations contrastées de départ des finances publiques et de leur niveau d'endettement voire de leur niveau de chômage. Dans certains pays, la politique budgétaire accommodante (un *policy-mix* de politiques budgétaires expansionnistes) et une politique d'aisance monétaire ont permis de faire reculer le chômage jusqu'au voisinage du plein-emploi. De fait, les grands pays ont abordé la crise avec des situations de

finances publiques très diverses en 2007 comme le montre le graphique 1 (excédent de 1,9 % du PIB en Espagne, équilibre budgétaire en Allemagne, déficits en France, au Royaume-Uni, aux États-Unis et au Japon — de l'ordre de 2,6 à 2,9 %).

Pour réussir à éviter une crise systémique, cependant, au mois de septembre 2008, Henry Paulson, responsable du Trésor américain, avait expliqué qu'il n'était pas prêt à sauver « tous les lemmings du système bancaire et financier ». Pour Ben Bernanke, laisser tomber une grande banque, que ce soit Goldman Sachs ou Lehmann Brothers, pourrait donner un signal aux banques de s'auto-discipliner en termes d'engagement et de ne pas systématiquement miser sur l'intervention de la FED en tant que « prêteur en dernier ressort ». Le retentissement mondial causé par la faillite de Lehmann Brothers a démontré que c'était une fausse bonne idée.

Des économistes « progressistes » comme Paul Krugman et d'autres<sup>3</sup>, ont vigoureusement défendu l'idée que les gouvernements, en particu-

<sup>3</sup> Voir, par exemple, Paul Krugman, « L'inflation n'est pas le problème, c'est la solution », *Économie, le Monde*, le 30 janvier 2012.

---

lier en Europe, auraient dû mener une politique budgétaire plus expansionniste, alors qu'ils ont prématurément mis en œuvre l'assainissement des finances publiques en 2010. De plus, la politique d'austérité a été reprochée pour avoir accru les inégalités et de ne pas avoir pris en compte les différences de situation économique entre les pays de l'UE. Les critiques de l'approche initiale axée sur la réduction des déficits budgétaires ont occasionné un changement de « *policy mix* » en Europe.

En conséquence, à partir de 2011, l'UE a commencé à réorienter sa politique économique en faveur d'une approche plus équilibrée, qui visait à combiner des mesures de consolidation budgétaire avec des mesures de stimulation économique comme l'avait recommandé Mishkin (1991). Cette nouvelle stratégie a été appelée le « *Compact for Growth and Jobs* » et comprenait des mesures telles que l'investissement dans les infrastructures, le soutien aux PME et la promotion de la recherche et de l'innovation.

En outre, la BCE a joué un rôle plus important dans la stabilisation financière, en particulier grâce à son programme d'achat d'obligations souveraines.

Cependant, certains critiques ont soutenu que cette nouvelle approche était insuffisante pour stimuler la croissance économique et l'emploi dans toute l'UE. En plus, la politique économique de l'UE était encore dominée par l'obsession de la consolidation budgétaire, malgré l'inclusion de mesures de stimulation économique.

Certains pays de l'UE, tels que la Grèce et l'Espagne, ont subi des répercussions économiques plus graves que d'autres pays, ce qui a conduit à une polarisation au sein de l'UE en matière de politique économique.

En relançant leur économie, les pays européens dans des situations diverses ont en fait mesuré en même temps le coût de leur endettement respectif. De fait, le manque de coordination a induit des conséquences différentes sur l'emploi et la crise de la dette grecque vient ralentir les impulsions européennes même dans les pays locomotifs comme l'Allemagne et la France.

Il est lucide de se poser la question suivante : devant l'hétérogénéité des pays européens avec des situations budgétaires contrastées, est-ce qu'un taux d'intérêt directeur unique est un outil adéquat pour gouverner la zone euro ? En effet, l'asymétrie des chocs liés à la crise financière et économique pourraient avoir été accentués par

la mise en place d'une politique monétaire commune en zone euro.

Un taux d'intérêt directeur unique au sein de la zone euro aurait ainsi favorisé l'émergence de déséquilibres macroéconomiques dans les pays périphériques, comme les hausses excessives du crédit, des prix de l'immobilier et un afflux de capitaux spéculatifs venant de l'extérieur. Par contre, des investissements directs, plus sains, tendent à aller vers des pays plus dynamiques : Allemagne, France, Pays-Bas. Ces facteurs auraient contribué à une augmentation de la part des actifs dans le PIB, en particulier des actifs détenus par les banques commerciales en zone euro.

En différenciant les taux d'intérêt en fonction des écarts d'inflation par rapport à une cible et en renforçant les exigences de fonds propres des banques en vue de la stabilité financière, ces effets auraient pu être atténués et les niveaux de chômage seraient moins disparates. Ce point de vue est défendu par des économistes comme Carré *et al.* (2015) mobilisant la règle de Taylor modifiée pour étayer leurs arguments.

Le FMI avait plaidé, avec un écho favorable de la part des pays membres, en faveur d'une relance budgétaire coordonnée en 2008, mais sans en préciser la durée, tout en laissant aux banques centrales le soin de choisir leur rythme d'expansion monétaire, généralement fortes partout.

Le FMI a activement contribué à la riposte mondiale à la crise en fournissant une assistance financière considérable. Sa participation à des prêts concessionnels s'élevait à 400 milliards de dollars entre 2008 et 2013, tandis que d'autres prêts du FMI au taux de marché étaient évalués à 1000 milliards de dollars.

Mais le paradoxe du FMI réside dans le fait qu'il était critique vis-à-vis de la soutenabilité des déficits budgétaires, bien qu'il les préconisait pourtant pour éviter la récession. En effet, très vite en 2010 et de manière prématurée, le FMI conseille des ajustements budgétaires aux grands pays, qui pourtant éprouvent des difficultés sur les fronts du chômage et de la reprise de leur croissance, sans parvenir à éviter les effets systémiques de contagion. L'appréciation dans le *timing* des politiques budgétaires a été mise à défaut.

En voulant ralentir très vite le rythme de progression des déficits, le FMI a donc donné des recommandations, dont la mise en œuvre est susceptible de limiter les possibilités de crois-

sance dans les pays de la zone euro et dans les pays émergents. L'institution elle-même doute et reconnaît ultérieurement ses erreurs d'appréciation avec le Rapport confié à l'Independent evaluation office (IEO), intitulé « *Réponse du FMI à la crise financière et Economique, 2013* ».

L'effort de surveillance financière a impliqué d'autres acteurs : les Ministères des Finances du G20, la BCE, la Commission européenne, le Conseil de stabilité financière, l'OCDE, la Banque mondiale.

Les effets de contagion de la crise sur les marchés financiers et monétaires ont néanmoins amené à une résolution de crise coordonnée à l'échelle mondiale sur l'initiative du FMI, puis suivie par un ensemble d'acteurs préoccupés par la stabilisation de l'économie réelle et la stabilité financière à l'échelle mondiale.

## **2. Covid-19 : comportement des autorités américaines, réactions européennes et concept de « monnaie hélicoptère ».**

Le Covid-19 est l'une des dernières manifestations de stress avec ses effets de contagion planétaire. Outre les conséquences humaines tragiques de la pandémie, le Covid-19 engendre concomitamment des incertitudes sur les marchés de biens et services, sur les marchés de matières premières et des énergies fossiles comme le pétrole, sur les marchés du travail et sur les marchés financiers mondiaux, interpellant ainsi les pouvoirs publics des pays atteints de manière sévère par l'épidémie (Barro et al. 2020 ; Eichenbaum et al. 2020). Dès le début, la crainte d'une contagion sanitaire mondiale et d'une crise généralisée ou globale voire systémique était déjà clairement présente dans les esprits. La question est de savoir comment en atténuer les impacts grâce à la coordination de politiques monétaires et financières par exemple.

La préoccupation n'est plus le niveau des déficits publics, de la dette publique ou de l'observance de politiques monétaires conventionnelles, dans un contexte où des pays développés sont enfermés dans des trappes à liquidité (taux d'intérêt réel négatif, récession, hausse du chômage, baisse de l'activité...) et il y a un ralentissement de l'économie mondiale tel que les pays « locomotives », à la tête desquels se trouve la

Chine, ont été sévèrement touchés par cette crise sanitaire (Slock, 2020<sup>4</sup>).

L'impact sur les marchés financiers a été immédiat et s'est traduit par une panique, consacrant la chute des indices des principales places financières. Dans les milieux financiers, il existe un terme pour caractériser ce type d'événement : le « cygne noir ». Il s'agit d'événement rare mais inquiétant, et également impossible à prévoir. Les attentats terroristes du 11 septembre 2001 sont un exemple caractéristique d'un choc exogène aux marchés, du type « cygne noir », ayant une origine en dehors de la sphère financière elle-même. L'intensité des incertitudes transmises aux marchés financiers dépendra des mesures sanitaires mises en place dans le monde et du temps nécessaire pour trouver un vaccin ou des méthodes médicales et pharmaceutiques adoptées pour contenir la pandémie.

Cependant, à la différence de la crise des *sub-primes*, cette nouvelle crise n'est pas caractérisée par une transmission des effets des turbulences des marchés financiers vers les marchés de biens et services et les marchés du travail. Ici, c'est une crise sanitaire qui bouleverse les anticipations des entreprises et touche sévèrement les chaînes d'approvisionnement depuis la Chine. En raison des mesures de contrôle sanitaire plus ou moins sévères partout dans le monde, la crise sanitaire impose un choc d'approvisionnement en biens intermédiaires, en équipements, en biens manufacturés. Ainsi, la crise part des marchés des biens et services et se propage sur l'ensemble des autres marchés (emploi, titres, fonds prêtables et actifs spéculatifs). Une causalité inversée de propagation est donc en cours durant la crise sanitaire. En 2008, c'est le krach financier qui avait causé la crise de l'économie réelle, avec faillites d'entreprises et licenciements massifs. Cette fois-ci, c'est la chute de l'activité réelle, à cause de l'épidémie, qui a causé le krach financier.

Derrière la crise de Covid-19, c'est une crise de défiance vis-à-vis des autorités publiques et des marchés qui est en train de se mettre en place dans les pays développés. En effet, la crise de Covid-19 se résume d'abord à un choc de l'offre, c'est-à-dire aux difficultés d'approvisionnement des entreprises, notamment en provenance de Chine. Dans les industries délocalisables, les signes de baisse d'activité induits par des chaînes de valeur mondialisées ne sont pas à écarter dans un contexte où les pays asiatiques

<sup>4</sup> Torsten Slock, 2020, [Covid 19 and Global Financial market](#), Bendheim Center for Finance, Princeton.

---

et en particulier la Chine sont devenus le centre de gravité de la production mondiale. Si les décideurs politiques n'avaient pas adopté une attitude de « laisser faire » et, au contraire, avaient pris des mesures pour contrer les délocalisations poussées par les marchés, l'impact des chocs sanitaires et d'approvisionnement sur les économies des pays développés serait nettement atténué.

Face à un choc différent des autres, qui a causé néanmoins une crise systémique avec des répercussions financières et réelles très négatives, certains économistes remettent à jour un point de vue « hétérodoxe », à savoir qu'il faut lâcher « *helicopter money* » ou la « monnaie hélicoptère ». Ce point de vue lève les tabous consensuels sur la politique monétaire conventionnelle ayant pour objectif la stabilité des prix, notamment dans certains pays où l'inflation est faible et les taux d'intérêt réels sont négatifs. Est-ce que la meilleure politique ne serait-elle pas que personne ne perde ni son revenu, ni son emploi ? pour reprendre les termes de Mme le Professeur Werder Di Mauro du Centre Européen de Recherches sur les Politiques économiques (CPER) de Londres.

La thèse de la « monnaie hélicoptère (*helicopter money*) » est lancée en fait jadis par le major Douglass en 1924, puis popularisée par Friedman (1969) avec la métaphore « d'un hélicoptère survolant un territoire et distribuant gratuitement des billets de 1 000 dollars aux citoyens ». Cette mesure hétérodoxe aurait des effets plus directs sur l'économie, la production et l'emploi que la politique d'assouplissement quantitatif.

L'hélicoptère monétaire serait plus efficace pour stimuler l'activité et l'inflation lorsque l'économie est dans une situation de trappe à liquidité, alors que les banques centrales ont baissé les taux directeurs au plus bas possible. Il s'agit donc de distribuer grâce à cette politique monétaire spéciale un dividende citoyen aux consommateurs ou aux producteurs leur donnant plus de moyens de paiement sans passer par des votes de budget, et de discussions sur le budget. Par ailleurs, elle peut se passer de rachats de titres en contrepartie d'injections de liquidités. Elle implique en quelque sorte un financement monétaire des déficits budgétaires exclu par la politique monétaire conventionnelle et les partisans de l'indépendance des banques centrales.

Les États-Unis ont lancé un plan inédit de relance annoncé le 10/03/2020 dont le montant engagé représente près de 10 % de leur PIB.

Certaines mesures telles que la distribution des montants forfaitaires en dollars aux ménages américains, emblématiques d'une application de la thèse de l'hélicoptère monétaire, ont été préférées à la suspension temporaire des charges sociales initialement souhaitée. Des mesures de baisse et ou de report des impôts sur le revenu ont également été envisagées, tout comme des déductions fiscales relatives à l'emploi à domicile. Toutes ces sommes s'ajoutent aux fonds déjà débloqués pour financer la lutte contre le coronavirus. Les entreprises bénéficient également de fonds de soutien, de report de fiscalité et de baisse ou d'ajournement d'impôt pour renflouer leur trésorerie, pour un montant total estimé de l'ordre de 600 milliards de dollars.

La Fed a abaissé ses taux d'intérêt (-0,25 %) et injecté plusieurs centaines de milliards de dollars dans le circuit financier. Il s'agit donc d'inonder l'économie de liquidités. Peu auparavant, la Fed a annoncé qu'elle allait accorder des facilités de crédits (500 milliards) destinées aux entreprises.

Qui va financer tout cela ? L'épargne américaine ? Non, elle ne suffira pas. Le plan de financement américain par l'émission de bons captera une bonne part de l'épargne mondiale. Les États-Unis aspirent déjà l'épargne du monde : elle se rue sur le dollar qui monte, à tel point que la BCE, les banques centrales japonaise, suisse, britannique doivent recycler plus et plus vite les dollars qu'elles reçoivent, contrepartie des euros, yens, francs suisses, livres sterling, qui ont été vendus pour acheter ces fameux dollars. C'est bien le dollar qui gagne dans cette crise. Jusqu'à maintenant, diront certains, mais non : c'est « la meilleure monnaie ».

En zone euro, les observateurs étaient d'accord pour dire que la récession risque d'être sévère. Avec cette crise, il est apparu que les pays, avec des situations budgétaires hétérogènes, n'ont pas d'égales chances de sortie de crises en menant des politiques budgétaires isolées.

Les pays membres de la zone euro ont défini la responsabilité des États face à la crise ainsi que des normes budgétaires, qui ne peuvent pas être ignorés par les potentiels pays membres en voie d'adopter la monnaie unique. En effet, la zone euro semble offrir un cadre flexible d'intervention en cas de difficultés aux États membres en matière budgétaire. Les gouvernements des pays membres peuvent remettre en cause leur orientation budgétaire et mener des actions concrètes pour aider les agents économiques. Il s'agit, face au chômage technique ou partiel, de

prendre en charge immédiatement les salaires en subventionnant les entreprises, suspendre les paiements de cotisations sociales et de TVA, et de faire bénéficier des travailleurs de tickets gratuits de transport, d'approvisionnement... Les États membres en vertu de l'Article 107 (2) du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFEU) peuvent compenser et aider directement les entreprises nationales suite aux dommages directs causés par la crise sanitaire, dans des secteurs particulièrement exposés. Si les ressources nationales sont insuffisantes, des aides communautaires sont prévues avec l'Article 107(3). La Commission européenne a admis que la plupart des États ne sont pas en mesure, sur la base de leurs seules ressources, de faire face aux conséquences de cette crise et qu'elle accepterait en conséquence la mise en place de mesures exceptionnelles et d'aides exceptionnelles en vue du soutien budgétaire des États membres. De ce point de vue, la Commission européenne a demandé au Conseil, à titre exceptionnel, d'appliquer des clauses de suspension du respect des normes budgétaires, introduisant une flexibilité dans les considérations liées au respect des règles budgétaires. Il est difficile d'identifier toujours les effets de ces soutiens budgétaires nationaux et européens dans un contexte où l'activité de crédit des banques est réduite.

Face à la perspective d'un financement monétaire pur et simple, les dirigeants des pays membres de la zone euro les plus hostiles aux déficits et à la monétisation, tels que l'Allemagne, préfèrent un emprunt garanti conjoint (par le biais d'une euro-obligation), considéré comme un moindre mal. L'émission d'un « corona-bond » européen, comme l'ont remarqué Gollier et Straub (2020) s'entend avec une responsabilité conjointe des États pour son remboursement. Le lancement par la BCE des 750 milliards du programme d'achat d'urgence pandémique (PEPP) répond au moins partiellement à cet objectif. Quoi qu'il en soit, les tabous du passé s'évaporent rapidement.

Dans certains pays, la distribution directe d'argent liquide est considérée comme moins importante parce que les systèmes de prestations sont plus sophistiqués et plus généreux. L'Allemagne et d'autres pays ont réussi à subventionner le chômage partiel ('Kurzarbeit'), dans lequel les employeurs sont payés pour garder leurs employés sur leur liste de paie tout en réduisant temporairement leurs effectifs.

L'essentiel de la politique de relance sera monétaire dans la zone euro. La BCE a ainsi décidé, outre les milliards d'euros consacrés aux achats d'obligations, de financer les banques sur un an, sans limite, à  $-0,75\%$ . En même temps, les normes prudentielles sont assouplies et les stress tests repoussés. Ainsi, la BCE a décidé de bousculer toutes ses limites : « à situation exceptionnelle, réaction exceptionnelle ».

Ainsi, il sera possible pour la BCE d'acheter des bons du trésor grec, pour éviter la faillite de l'État, et plus encore du trésor italien, au-delà de ses limites antérieures. Et comme cela peut ne pas suffire, la BCE va acheter plus d'obligations d'entreprises privées et leurs billets de trésorerie. Et comme cela peut ne pas suffire, elle va financer au taux de  $-0,75\%$  les banques pour couvrir jusqu'à la moitié de leurs crédits, ce qui est essentiel pour les grandes entreprises et vital pour les PME.

Des mesures de *policy-mix* sont partout envisagées. L'adage « quoi qu'il en coûte » illustre l'esprit du choix de politiques non conventionnelles. Mais ces mesures impliquent des déficits budgétaires d'État élevés, dans un contexte où les dépenses publiques augmentent alors que les impôts et taxes baissent fortement, ne sont pas compatibles avec les règles budgétaires en vigueur adoptées avant la crise sanitaire dans la zone euro.

Et comme les déficits budgétaires explosent partout, en liaison avec la chute de l'activité et les mesures de soutien, l'Union européenne annonce la suspension des règles de « discipline budgétaire » qui tentaient, tant bien que mal, de freiner la dérive italienne ou (aussi) française.

Cependant, comme les ratios de la dette gouvernementale à court terme par rapport au PIB sont maintenant élevés, une augmentation des taux d'intérêt à court terme en réponse à tout inflation aggraverait automatiquement les déficits budgétaires.

Aux États-Unis et au Royaume-Uni, une augmentation d'un point de pourcentage des taux d'intérêt ajouterait rapidement 0,4 à 0,5 point de pourcentage au ratio déficit budgétaire/PIB, comme l'a expliqué Allen (2021). Ainsi, pour éviter l'utilisation de la taxe inflationniste, les banques centrales doivent limiter les achats de titres d'État et favoriser une plus grande participation du marché à la souscription de l'emprunt gouvernemental. Si les banques centrales sont attachées à la stabilité des prix, elles doivent également imposer une plus grande participation du marché au financement des déficits des États.

---

L'affaiblissement de la pandémie de Covid-19 au cours de l'été 2022 et sa fin confirmée au deuxième trimestre de l'année 2023 sont de bonnes nouvelles pour tous ceux doutaient de la soutenabilité des mesures budgétaires et monétaires extrêmement accommodantes mises en place pour lutter contre ses effets néfastes pour l'économie.

Ces bonnes nouvelles ont pourtant été ternies par la guerre en Ukraine commencée en février 2022, qui a engendré des répercussions négatives significatives, qui se font ressentir dans divers domaines, notamment la croissance économique, les prix de l'énergie, des denrées alimentaires et l'inflation. La stabilisation macroéconomique devient une tâche beaucoup plus compliquée, puisque d'une part les banques centrales doivent relever les taux d'intérêt pour lutter contre l'inflation, ce qui affaiblit la croissance, et d'autre part, les gouvernements doivent engager des dépenses pour subventionner les prix d'énergie ou aider les familles pauvres qui souffrent de la forte hausse des prix alimentaires.

La fin de la pandémie de Covid-19 en Chine suite à un déconfinement soudain intervenu en décembre 2022 ainsi que la reprise progressive de son l'activité économique constitue également une nouvelle source d'espoir, puisque la Chine est le fournisseur le plus important du monde et l'économie chinoise est une des « locomotives » les plus importantes pour l'économie mondiale.

## 1. Conclusion

La crise des subprimes et la crise sanitaire mondiale ont toutes deux eu des répercussions systémiques sur l'économie mondiale.

La crise des *sub-primes* est née d'une déréglementation excessive, d'une financiarisation de l'économie américaine, avec un cycle d'endettement non contrôlé. La prise de risques excessives des banques commerciales et une politique monétaire ultra-accommodante de la Fed sont en cause.

Cette crise a été systémique au regard de la place des États-Unis dans l'économie mondiale. Pour résoudre la crise des *sub-primes* et la crise systémique et globale de 2008-09 qu'elle a provoquée, des mesures exceptionnelles ont été prises, notamment des politiques monétaires non conventionnelles, une réorganisation du système bancaire et financier et des mesures de soutien budgétaire sélectif. Les pays européens

et asiatiques ont suivi de près les politiques américaines et les organismes multilatéraux ont renforcé les régulations prudentielles pour éviter une contagion financière.

Les organismes multilatéraux tels que le FMI le G20, l'OCDE, la Banque mondiale ont coordonné leurs efforts pour tout d'abord éviter une récession mondiale brutale et ont recommandé des ajustements budgétaires prématurés, commettant ainsi des erreurs de *timing* et d'appréciation.

La crise de 2008-09 a également entraîné un changement de « *policy mix* » en Europe en faveur d'une approche plus équilibrée, en intégrant des mesures de relance économique, aux côtés de la consolidation budgétaire. Cette nouvelle stratégie a été adoptée en réponse aux critiques concernant la politique d'austérité de l'UE, accusée de nuire à la croissance économique et à l'emploi dans de nombreux pays européens.

La crise sanitaire mondiale de 2019 à 2022 a rétabli l'importance des politiques monétaires non conventionnelles coordonnées avec des politiques budgétaires expansionnistes, au point de faire fi des normes institutionnelles *ad hoc* en matière de déficit et de dette, évitant ainsi la dépression mondiale.

Cette crise sanitaire a également émergé d'abord dans une grande puissance économique, ici, la Chine, avant de se propager rapidement au monde entier. En affectant l'ensemble des chaînes d'approvisionnement, notamment celles liées à la Chine, le premier fournisseur du monde et le plus grand marché après les États-Unis, cette crise, se traduisant par des chocs d'offre, a été également systémique. Les séquences des marchés affectés n'ont pas été les mêmes comparativement à la crise des *sub-primes*.

Quand les États ont cru pouvoir en atténuer les coûts d'ajustement, la crise russo-ukrainienne est survenue et a anéanti cette lueur d'espoir. Les conflits d'intérêt suite à cette guerre se sont traduits par des signes latents de repli de la coordination internationale et d'adoption de politiques économiques isolationnistes, ou par l'affirmation d'autonomie stratégique dans le cas de l'Union européenne. Les conflits armés et la déglobalisation ne sont pas la solution, car ils pourraient nous plonger dans l'Armageddon.

## Références bibliographiques

- Allen W. (2021), « Monetary Policy and Government Debt Management during the Coronavirus Pandemic », *National Institute Economic Review*, 255.
- Barro R. J., Ursua, J. F., and Weng, J. (2020), « The coronavirus and the great influenza pandemic: Lessons from the 'Spanish flu' for the coronavirus's potential effects on mortality and economic activity », *National Bureau of Economic Research, Working Paper 26866*.
- Billaud P. (2011), « Petite histoire récente du G20 », *Humanisme*, 2011/1 N° 29, pages 91 à 100.
- Carré E., Soubeyran C. J, Dehmej S. (2015), « La coordination entre politique monétaire et politique macroprudentielle. Que disent les modèles SGDE ? », *Revue économique* 2015/3 (Vol. 66), pages 541 à 572.
- Douglas C. H. (1924), « Social Credit », ed. John Nisbet & Co.
- Eichenbaum M.S., Rebelo, S. and Trabandt, M. (2020), « The Macroeconomics of Epidemics », *NBER Working Paper 26882*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Friedman M. (1969), « The Optimum Quantity of Money », Macmillan.
- Mishkin F. S. (1991), « Anatomy of a financial crisis », *NBER Working Paper No. 3934*
- Ramskogler P (2015), « Tracing the origins of the financial crisis », *OECD Journal: Financial Market Trends*, Volume 2014/2, OECD.
- Taylor J. B. (2009), « The financial crisis and the policy responses: an empirical analysis of what went wrong », *NBER Working Paper 14631*.

---

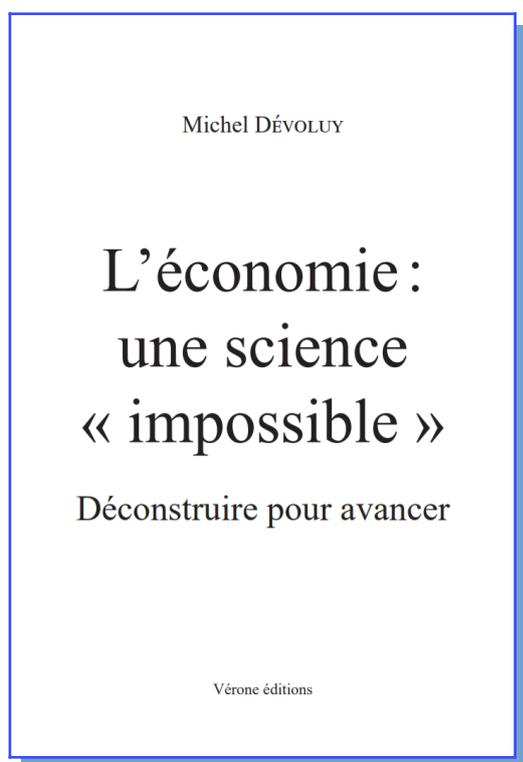
# L'économie : une science « impossible »

Déconstruire pour avancer

Michel Dévoluy\*

L'économie n'est pas neutre. Ce livre soutient qu'une théorie est toujours le produit d'une vision particulière du monde ; le sérieux des chercheurs n'y change rien. L'auteur développe ses arguments en mobilisant l'histoire des doctrines économiques, les théories actuellement à l'œuvre et les pratiques contemporaines de l'économie de marché. En revendiquant sa neutralité, la science

économique dominante en est arrivée à légitimer les outrances d'un néolibéralisme fauteur de violences sur les individus, l'équilibre social, l'environnement et la démocratie. Mais ce livre ne se contente pas de déconstruire. Il propose des pistes pour libérer l'économie de son attraction quasi exclusive pour les sciences dures et expérimentales. L'objectif, nous dit l'auteur, est d'arriver à ce que l'économie se nourrisse également de sa proximité féconde avec la philosophie morale et politique. Face aux immenses choix qui se dressent devant nous, la société et les citoyens ont besoin d'être éclairés par les analyses et les théories d'économistes qui assument pleinement leurs visions du monde.



Essai (broché) paru chez Éditions Vérone, 408 pages.

Imprimé en France

ISBN : 979-10-284-0870-1

Dépôt légal: 2e trimestre 2019

Téléchargement : <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-03319703/document>

---

\* Professeur honoraire à l'Université de Strasbourg, France.

# Plaidoyer pour l'euro digital : une amélioration de la transmission monétaire

Philipp Roderweis\*

**Dans le système monétaire actuel, les ménages et les entreprises n'ont pas d'accès direct à la monnaie de la banque centrale, à l'exception des espèces. L'introduction d'une *monnaie numérique de banque centrale*, ou d'un *E-Euro* en Europe, pourrait changer radicalement cette situation. L'objectif de l'article est de montrer les effets d'une telle adaptation sur la politique monétaire et son mécanisme de transmission dans la zone euro. L'E-Euro est défini ici comme étant rémunéré et universellement accessible. En conséquence, il devrait concurrencer les dépôts bancaires, tout en n'offrant pas de facilité de crédit aux particuliers. Dans une situation de taux d'intérêt bas et de bilans des banques centrales gonflés, l'introduction d'un euro digital peut conduire à une stabilité monétaire accrue. En outre, il sera démontré que le contrôle des taux d'intérêt pourrait être simplifié, la concurrence sur le marché des dépôts pourrait être augmentée et la position de pouvoir de la BCE en tant que décideur de l'allocation des liquidités récupérées. L'introduction d'un E-Euro pourrait donc être une extension intéressante à la politique monétaire européenne actuelle.**

Codes JEL : E42, E51, E52, E58.

Mots-clefs : monnaie numérique de la banque centrale, transmission de la politique monétaire, euro digital, prêts bancaires.

## 1. Introduction

Dans le système monétaire actuel, les banques commerciales ont le pouvoir de créer et d'émettre de la monnaie. Les particuliers et les entreprises n'ont donc pas d'accès direct à un moyen de paiement public, à l'exception de l'argent liquide. Cette situation peut avoir un impact négatif sur l'efficacité du processus de politique monétaire. L'introduction d'une *central bank digital currency* (CBDC ; en français, *monnaie numérique de banque centrale*), soit d'un *E-Euro* dans la zone euro, pourrait offrir l'opportunité de corriger cette situation et de restaurer la capacité de transmission de la politique monétaire dans un environnement de taux d'intérêt bas et de bilans gonflés des banques centrales.

Cet article va d'abord analyser les enjeux de la politique monétaire actuels, avant d'aborder les différentes possibilités d'introduire la monnaie numérique européenne, ainsi que ses conséquences. Mon plaidoyer pour une telle monnaie numérique est le suivant : la mise en œuvre d'un euro digital est une CBDC universellement ac-

cessible, qui n'est pas distribuée sous forme décentralisée, mais qui est disponible pour tous via les comptes de la Banque centrale européenne (BCE). Une CBDC devrait payer des intérêts pour concurrencer les dépôts bancaires et être échangée au pair. Néanmoins, il est important de souligner que les comptes CBDC n'offriraient pas de facilités de crédit aux ménages et aux entreprises.

Les arguments en faveur d'un tel euro digital seront présentés et comparés à d'autres définitions possibles. Son introduction pourrait ainsi permettre à la BCE de manipuler à nouveau les taux d'intérêt à court terme, d'inciter les banques commerciales à se montrer plus prudentes, de privilégier les projets liés à l'économie réelle plutôt que les projets financiers, et de retrouver l'efficacité des mécanismes de transmission de la politique monétaire, en particulier du *canal de prêt bancaire*.

Outre l'extension de la politique monétaire par un euro numérique sur le marché monétaire, je propose également un système dans lequel les banques commerciales sont contournées dans le

---

\* Université Sorbonne Paris Nord, France.

---

processus d'émission monétaire, afin d'expliquer quelles alternatives à *l'assouplissement quantitatif* seraient possibles en mettant en place un E-Euro.

L'article fera abstraction de détails techniques sur la manière dont un système de paiement CBDC pourrait fonctionner, et s'attardera davantage sur les conséquences que l'introduction d'un tel système pourrait avoir sur la politique monétaire dans la zone euro.

## 2. Contexte

Les institutions financières réglementées de la zone euro, principalement les banques commerciales, peuvent détenir des comptes auprès de la BCE. Le solde sur ces comptes est appelé réserves. Les banques utilisent principalement ces réserves pour effectuer des paiements sur le marché interbancaire, tout en préservant leurs *réserves obligatoires*<sup>1</sup>.

Dans ce contexte, mener une politique monétaire efficace en période *conventionnelle* semble simple<sup>2</sup>.

Il suffit généralement aux banques centrales de créer un environnement économique dans lequel les réserves du système bancaire sont maintenues au minimum afin d'atteindre ce que l'on appelle un *déficit structurel de liquidités*. Dans un tel environnement, la banque centrale fournit autant de réserves que nécessaire pour s'assurer que les banques commerciales sont en mesure de respecter leurs réserves obligatoires. La conséquence est que les réserves sur le marché monétaire sont en grande partie rares. Cela permet aux banques centrales d'atteindre les taux d'intérêt à court terme qu'elles souhaitent, en agissant de manière arbitraire et marginale sur le niveau des réserves via des *opérations d'open market* (Berentsen, 2020). Ce type de politique monétaire était quasiment consensuel, surtout avant la crise financière de 2007-2008.

Cependant, en réponse à cette crise financière et à la crise de la dette souveraine européenne qui s'en est suivie, les taux d'intérêt à court terme ont été baissés jusqu'à atteindre leur niveau effectif de *Zero Lower Bound (ZLB)*. Les taux d'intérêt ne pouvaient donc plus être abaissés

au-delà de ce ZLB selon le bon vouloir de la BCE<sup>3</sup>.

Afin de continuer à garantir la stabilité financière et celle des prix ainsi que la croissance économique réelle en Europe, les mesures de politique monétaire dites *non conventionnelles*, en particulier les achats à grande échelle des obligations à moyen et long terme (appelés assouplissement quantitatif ou *quantitative easing, QE*), ont suscité un intérêt croissant. L'un des objectifs de l'assouplissement quantitatif est d'influencer l'octroi de crédits par les banques commerciales en renforçant leur bilan par l'apport de liquidités supplémentaires, tout en réduisant les taux d'intérêt et le coût du refinancement des obligations à long terme (Behrendt, 2017). Les mesures du QE et l'expansion des bilans des banques centrales qui en a résulté ont forcé le système bancaire à passer d'un déficit structurel de liquidités à un *environnement d'excédent de liquidités*. Dans une telle situation, les banques commerciales détiennent plus de réserves qu'elles en ont besoin et qu'elles ne sont obligées de détenir. En d'autres termes, cet afflux de liquidités a entraîné une surstimulation des réserves sur le marché interbancaire, qui n'a pas été compensée par une offre de crédit supplémentaire de la part des banques commerciales aux ménages et aux entreprises. Ainsi, bien que la liquidité de la banque centrale ait augmenté sur le marché, l'octroi de crédits est resté rigide. Aucune augmentation du crédit initiée par le QE n'a donc été observée.

L'idée selon laquelle les banques commerciales pourraient augmenter leurs prêts de manière considérable en raison d'une offre accrue de liquidités de la banque centrale suit le concept du *canal de prêt bancaire* (en anglais, *bank lending channel*) traditionnel (voir Bernanke, 1986 ; Bernanke et Blinder, 1988, 1992 ; Kashyap et Stein, 1995, 2000)<sup>4</sup>.

Il suppose qu'en raison de mesures monétaires non conventionnelles telles que le QE, les banques commerciales, qui doivent détenir un certain taux de réserves proportionnel à leurs dépôts de transaction, reçoivent plus de réserves que nécessaire de la part de la BCE. Pour utiliser ces réserves excédentaires en quelque sorte, on suppose que les intermédiaires financiers les

---

<sup>1</sup> Tout au long de cet article, le terme 'réserve' sera employé dans ce sens.

<sup>2</sup> En ce qui concerne la politique monétaire conventionnelle, les banques centrales se concentrent principalement sur la réalisation d'un objectif pour un taux d'intérêt à court terme.

<sup>3</sup> Les taux d'intérêt du marché sont effectivement limités par zéro (ou proche de zéro), car les acteurs économiques peuvent toujours détenir des liquidités non rémunérées plutôt que d'autres actifs rémunérés.

<sup>4</sup> Dans la littérature, on trouve également d'autres noms pour ce canal de transmission.

prêtent de manière excessive sous forme de crédits. Le processus se poursuivrait jusqu'à ce que les banques aient créé suffisamment de dépôts en accordant des prêts pour s'assurer que le nouveau niveau de réserves ne soit plus excessif (Butt et al., 2014).

L'hypothèse d'efficacité du mécanisme que je viens de décrire repose sur le concept de *multiplicateur monétaire* statique. Elle suppose que les banques centrales fournissent de manière autonome une quantité fixe de monnaie centrale aux banques commerciales afin que cette *monnaie de base* puisse être transférée à l'économie sous forme de crédits bancaires (voir par exemple Friedman et Schwartz, 1963 ; Freeman et Kydland, 2000)<sup>5</sup>. La monnaie mise en circulation par les banques commerciales par le biais de crédits pourrait donc être considérée comme une *masse monétaire au sens large*<sup>6</sup>.

Supposons que l'on prenne au sérieux le multiplicateur monétaire dans sa forme statique, on en conclura forcément dans ce cas qu'une sur-allocation des réserves par la banque centrale entraîne une augmentation des prêts bancaires et, par conséquent, une hausse du niveau des prix. Ce raisonnement est encore utilisé dans les manuels de macroéconomie et dans la littérature contemporaine (voir par exemple Mankiw et al., 2008 ou Champ et al. 2016). Il convient néanmoins de noter qu'elle est scientifiquement obsolète depuis longtemps et qu'elle ne peut pas représenter de manière appropriée le processus monétaire actuel.

Pour illustrer l'inutilité du multiplicateur monétaire, rappelons-nous la situation économique d'il y a quelques mois. L'économie européenne a été confrontée à des taux d'intérêt bas et au gonflement du bilan de la BCE<sup>7</sup>.

Dans un tel environnement, la recherche économique montre que les banques commerciales ont tendance à se comporter avec une certaine aversion au risque. Les réserves mises à disposition par la BCE restent sur le bilan des banques commerciales au lieu d'être transférées à l'économie sous forme de crédit (voir par exemple Borio et

Disyatat, 2009 ; Disyatat, 2011 ; Carpenter et Demiralp, 2010 ; BCE, 2012). Le transfert de la monnaie de base de la BCE vers la monnaie en circulation ne se produit pas comme prévu. Le multiplicateur monétaire est inefficace et donc inutilisable en tant que concept de politique monétaire<sup>8</sup>.

Un *canal de prêt bancaire* traditionnel, tel que décrit ci-dessus, et donc son efficacité de transmission de la politique monétaire, doit être considéré comme caduc dans le système de politique monétaire actuel. Pour étayer cette affirmation, Butt et al. (2014) n'ont trouvé aucune preuve statistique montrant que les banques qui reçoivent plus de dépôts en raison du QE ont accordé plus de crédits, toutes choses égales par ailleurs. Le QE a peut-être été associé à une augmentation de la variance des réserves bancaires et donc des dépôts (voir, entre autres, Bridges et Ryland, 2012 ; Butt et al., 2012), mais il n'a pas conduit à une augmentation des prêts bancaires via un canal de prêt bancaire (voir, entre autres, Ugai, 2007 ; Kimura et al., 2009 ; Behrendt, 2017 ; Ryan et Whelan, 2021 ; Kabundi et De Simone, 2022)<sup>9</sup>.

On pourrait même avancer que les banques commerciales sont complètement indépendantes de l'offre de liquidités de la BCE en ce qui concerne leurs prêts<sup>10</sup> et qu'elles ont la capacité de créer individuellement de la monnaie *ex nihilo* (Werner 2014a, 2014b ; McLeay et al., 2014a, 2014b). Si l'on suit le raisonnement de la Banque d'Angleterre (McLeay et al., 2014a), lorsqu'une banque accorde un crédit, elle crée à la fois un actif, le crédit proprement dit, et un passif. Par conséquent, la banque finance son crédit en créant indépendamment ce type de dette, et non par un financement externe via les réserves de la banque centrale ou les dépôts de transaction<sup>11</sup>.

<sup>8</sup> Disyatat (2011), de la *Banque des règlements internationaux* (BRI), considère que le concept de multiplicateur monétaire est erroné et peu informatif dans l'analyse de la dynamique du crédit bancaire. Il affirme également que, dans le cadre d'un étalon monétaire fiduciaire et d'un système financier libéralisé, les banques centrales n'ont pas de contraintes exogènes sur les prêts qu'elles accordent, si ce n'est des exigences réglementaires en matière de capital.

<sup>9</sup> Voir également l'article de blog de John B. Taylor de 2013, intitulé « [The Fed's new view is a little less scary](#) ».

<sup>10</sup> Les réserves ont néanmoins une influence et sont importantes : prêts sur le marché interbancaire, réserves obligatoires, etc.

<sup>11</sup> De nombreux décideurs politiques, économistes et banquiers centraux confirment ce processus de création

<sup>5</sup> Voir également l'article de Allan H. Meltzer, « [The Fed's Anti-Inflation Exit Strategy Will Fail](#) », dans *The Wall Street Journal*, Jan. 27, 2010.

<sup>6</sup> En conséquence, le multiplicateur monétaire dans la zone euro est la masse monétaire large M3 divisée par la monnaie de base ou la monnaie banque centrale M0.

<sup>7</sup> C'est toujours le cas. Ce n'est pas parce que les achats nets de la BCE ont cessé que les obligations achetées ont disparu.

---

Le transfert de liquidités de la banque centrale via un canal de prêt bancaire, et via un mécanisme de transmission important de la politique monétaire non conventionnelle, semble ne pas fonctionner. La cause de cette inefficacité doit être recherchée dans l'acteur situé entre la BCE et l'économie, à savoir les banques commerciales. Celles-ci ne sont pas de simples intermédiaires qui se contentent de transférer l'argent de la banque centrale à l'économie, et elles n'ont pas non plus les mêmes préférences en matière de crédit que la BCE.

Donc, la redistribution des liquidités se fait obligatoirement par le biais des banques commerciales, qui tentent de rechercher le meilleur rendement même dans un régime de taux d'intérêt bas. Ces rendements se trouvent principalement dans le secteur financier. Ce sont surtout les prix des logements et des actifs qui sont mis sous pression par l'octroi unilatéral de liquidités. La recherche confirme cette hypothèse (voir Jawadi et al., 2017 ; Roderweis, Saadaoui et Serranito, 2023) et souligne la possibilité de formation de bulles dans les secteurs financiers. Cependant, cela va diamétralement à l'encontre des véritables objectifs de la BCE, notamment la croissance de l'économie réelle et la stabilité financière et des prix.

L'inondation des marchés monétaires n'a pas eu les effets souhaités sur l'économie réelle. La période de politique monétaire non conventionnelle a été marquée par la spéculation financière plutôt que par une croissance économique innovante. De plus, la surabondance de liquidités sur le marché interbancaire a rendu impossible l'ajustement des taux d'intérêt par de petites modifications des réserves. Le relais du pouvoir dans le domaine de la monnaie a été passé de la banque centrale aux banques commerciales. A l'exception de l'argent liquide, les particuliers et les entreprises n'ont donc pas d'accès direct à un moyen de paiement public. Cette situation a pour conséquence des problèmes de politique monétaire, de distribution et de stabilité. L'introduction d'une monnaie numérique de banque centrale permettrait de corriger cette situation.

---

indépendante de crédit ou de monnaie par les banques. Ils reconnaissent que les banques ne se contentent pas de distribuer des fonds existants, mais créent du crédit et du pouvoir d'achat *ex nihilo* (voir, par exemple, Turner, 2012, 2013 ; Sheard, 2013 ; Jakab et Kumhof, 2015). Voir également une [entrevue de Isabel Schnabel](#) (en allemand).

### 3. Qu'est-ce que la CBDC ?

La *monnaie numérique de banque centrale* peut être imaginée comme une représentation digitale d'une monnaie d'État émise par l'autorité monétaire du pays ou de l'union monétaire et figurant au passif du bilan de cette même autorité monétaire (Giaglis et al., 2021).

Le nombre de banques centrales qui, d'une manière ou d'une autre, s'occupent activement des CBDC, est passé d'un tiers en 2018 à près de 90 % en mars 2021 (Giaglis et al., 2021). Une centaine de banques centrales ont déjà étudié la possibilité de lancer leur propre CBDC<sup>12</sup>, y compris la BCE, qui a lancé à l'automne 2021 une phase d'étude de deux ans afin de définir les caractéristiques clés d'une version digitale de l'euro. Bien que la notion de monnaie numérique de banque centrale ait été évoquée depuis longtemps par les économistes et les responsables politiques dans le cadre de la discussion sur les concepts de banque centrale durable, aucune définition commune n'avait été adoptée jusqu'à présent.

Voyons donc les caractéristiques d'une CBDC, avant d'aborder son introduction en Europe sous la forme d'un E-Euro.

#### 3.1 L'accès

Une CBDC est une dette électronique d'une banque centrale qui peut être utilisée pour effectuer des paiements ou agir comme réserve de valeur (Meaning et al., 2018). Elle doit être interprétée comme une forme numérique de monnaie fiduciaire largement accessible, c'est-à-dire universelle, qui pourrait servir de monnaie légale (Mancini-Griffoli et al., 2018).

Cette définition d'une CBDC n'est pas un concept totalement nouveau. Les banques commerciales de la zone euro sont tenues de détenir un taux de réserves obligatoires de liquidités ainsi que des dépôts auprès de la banque centrale sous forme de réserves. Ces réserves, répondent déjà en partie à la définition d'une CBDC. Néanmoins, il convient de noter que les réserves ne satisfont que partiellement la définition d'une CBDC dans le cadre de l'ordre monétaire actuel. Leur accès est limité pour tous, à l'exception des banques commerciales. Le débat sur l'introduction d'une CBDC publique doit donc commencer par une discussion sur l'accès à ce système.

---

<sup>12</sup> Voir discours de K. Georgieva intitulé, « [The Future of Money: Gearing up for Central Bank Digital Currency](#) », en février 2022.

Deux modèles sont théoriquement possibles en ce qui concerne la disponibilité des CBDC. D'une part, une « Wholesale CBDC » (CBDC de gros) peut être introduite, en se référant à l'extension du modèle de réserve déjà existant<sup>13</sup>. Dans un tel modèle, la CBDC serait exclusivement réservée aux banques commerciales ou à d'autres institutions mandatées par la banque centrale. Il s'agirait d'une possibilité qui n'entraînerait que peu de changements dans la politique monétaire des banques centrales.

D'autre part, étant donné qu'on part du principe que la CBDC doit être considéré comme un bien public qui complète l'argent liquide et qui peut donc être utilisé par les particuliers en plus des banques (BRI, 2020), nous devrions nous détourner d'une CBDC de gros et nous concentrer sur une CBDC de détail (« Retail CBDC »). La CBDC de détail agit comme une sorte de monnaie légale, libellée dans la devise nationale, et remplit ainsi les fonctions nécessaires et générales de la monnaie. En même temps, elle représente un passif pour la banque centrale et un actif pour les individus dans l'économie (Giaglis et al., 2021). Une telle monnaie numérique existerait en supposant que la banque centrale accorde aux ménages et aux entreprises une garantie de banque centrale universelle, électronique et disponible tout le temps, qui ferait donc partie, par définition, de la monnaie de base (Kiff et al., 2020).

### 3.2 La rémunération

Une autre question importante est de savoir si une CBDC doit être rémunéré. Une CBDC rémunérée pourrait payer des taux d'intérêt positifs, nuls ou même négatifs à différents moments

<sup>13</sup> Le terme « Wholesale CBDC » est généralement utilisé de manière similaire dans la littérature, mais pas nécessairement de manière identique. Afin de nous rapprocher de la terminologie de la politique monétaire européenne, je suivrai ici la définition de « Wholesale CBDC » de la BCE : « *Wholesale CBDC refers to the settlement of interbank transfers and related wholesale transactions in central bank reserves. [Some] misinterpret 'wholesale CBDC' to mean any large-value payment in central bank money, regardless of who is making and receiving the payment. [...] There is a widespread misconception that wholesale CBDC does not yet exist. In fact, central bank money has been available in digital form for wholesale transactions between banks for decades. [...] In the euro area, the Eurosystem offers banks the possibility of settling wholesale digital transactions through its TARGET Services using a centralised ledger.* » (Discours de Fabio Panetta, « *Demystifying wholesale central bank digital currency* », à la BCE en septembre 2022).

du cycle économique. Ce taux d'intérêt pourrait être utilisé de manière directe comme instrument principal de la politique monétaire : d'une part, pour stabiliser l'inflation et la production dans l'économie et, d'autre part, simplement pour réguler la demande de CBDC (Meaning et al. 2018). En conséquence, une CBDC rémunérée signifierait que les banques centrales seraient en concurrence avec d'autres intermédiaires financiers privés pour les dépôts. Pour augmenter la demande de CBDC, les banques centrales devraient rendre la CBDC suffisamment attractive par rapport aux contrats de dépôt à risque et à taux d'intérêt des banques commerciales (Fernandez-Villaverde et al., 2021).

L'option inverse d'une CBDC non rémunérée pourrait être considérée simplement comme une monnaie sur laquelle aucun intérêt n'est payé, ce qui ne serait pas beaucoup plus qu'une réserve de valeur, et donc symboliquement la plus proche des billets de banque centrale. Cela ne changerait pas grand-chose à l'efficacité de la politique monétaire.

### 3.3 La dénomination et la technologie d'accès

Il convient de discuter de la possibilité d'échanger une CBDC à parité avec d'autres obligations de banque centrale. Dans la plupart des cadres de politique monétaire, différents types de passifs de banque centrale peuvent être échangés 1 pour 1. Une unité de billets de banque centrale peut être échangée contre une unité de réserves.

Dans le contexte de la CBDC, il serait théoriquement possible de rompre avec cette convention. Agarwal et Kimball (2015) proposent un taux de change flexible entre l'argent liquide et la monnaie électronique de la banque centrale, afin de permettre un taux d'intérêt négatif pour l'argent liquide et de surmonter la contrainte effective du ZLB vers le bas. Un tel système impliquerait deux monnaies fiat différentes avec un taux de change flexible, bien que contrôlé.

Outre la question de savoir laquelle des deux monnaies serait l'unité de compte dans l'économie, il faut également discuter du risque pour la stabilité monétaire et de la charge administrative (Meaning et al. 2018). L'introduction d'une CBDC différente du pair avec d'autres engagements de la banque centrale semble donc plutôt irréaliste.

Une dernière question de conception fondamentale concerne la technologie utilisée pour prouver la propriété des unités de CBDC déjà distribuées. Une CBDC pourrait être mise sur le mar-

---

ché sous la forme d'un *token* numérique et être géré de manière décentralisée via une *Distributed Ledger Technology* (DLT)<sup>14</sup>. Cela signifierait qu'une fois émise, une unité CBDC pourrait être transférée en *peer-to-peer* (en français, *poste à poste*) indépendamment de la banque centrale.

L'alternative serait une CBDC basée sur un compte, dans lequel les agents disposeraient d'un dépôt géré par la banque centrale. Dans le contexte d'une CBDC européenne, il est intéressant de prendre en considération ces deux possibilités et d'en discuter, ce qui sera fait dans la section suivante.

La conception optimale de chacun de ces paramètres dépend de la raison pour laquelle la CBDC doit être introduite. Une CBDC destinée à sécuriser les paiements ou à favoriser l'inclusion financière de toutes les couches de la société peut et doit être conçue différemment d'une CBDC utilisée principalement comme instrument de politique monétaire. Dans le cadre de cet article, je me concentrerai sur la manière dont la transmission de la politique monétaire peut être améliorée, comme décrit ci-dessus.

#### 4. Les arguments en faveur de l'E-Euro

Examinons maintenant la politique monétaire européenne dans le cadre de l'introduction d'une CBDC sous la forme d'un E-Euro. Comme indiqué précédemment, la BCE a lancé en 2021 une phase d'étude de deux ans afin de se mettre d'accord sur les fonctions et les caractéristiques clés d'un euro numérique. Les premiers résultats de cette étude devraient être présentés en octobre 2023. Dans son « Rapport sur un euro digital » (publié en octobre 2020), la BCE a indiqué s'être déjà engagée, avant cette phase d'étude, sur l'écriture d'un guide des caractéristiques souhaitables pour l'euro digital. En ce sens, un euro digital devrait être convertible à sa valeur nominale, être un engagement de l'Eurosystème, et être neutre en termes de marché et digne de confiance pour l'utilisateur final (BCE,

---

<sup>14</sup> La DLT fait référence aux concepts qui sous-tendent une technologie de ledger distribué telle que la blockchain. Un ledger distribué est une sorte de registre numérique qui stocke des informations sur des transactions ou d'autres données sur une plate-forme décentralisée. Il n'y a pas d'autorité centrale qui gère ou contrôle le ledger. Au lieu de cela, les informations sont stockées et synchronisées à partir de nombreux nœuds sur un réseau. Tous les utilisateurs du réseau ont accès aux mêmes informations qui, une fois enregistrées dans le ledger, ne peuvent plus être modifiées ou supprimées.

2020). D'autres objectifs consistent en la protection de la vie privée et en la prévention des risques pour les citoyens, le secteur financier et l'économie dans son ensemble.

Ces prémisses nous permettent déjà de tirer quelques observations sur la conception d'un futur E-Euro, en termes de politique monétaire opérationnelle.

- Premièrement, une monnaie numérique de la BCE doit être accessible à tous. Comme suggéré précédemment, un E-Euro de gros ne peut donc pas être envisagé « [...] puisque les banques ont [de toute façon] déjà accès à la monnaie de la banque centrale depuis des décennies. »<sup>15</sup>
- En revanche, un E-Euro de détail ouvre « [...] la possibilité d'une CBDC pour les particuliers, qui serait très innovant dans la mesure où il serait accessible à un large public. » Il est évident qu'un euro digital sera une version de détail d'une CBDC.
- En outre, l'euro digital doit pouvoir être échangé à parité avec d'autres obligations de la banque centrale. Un taux de change flexible entre les différents passifs n'est donc pas prévu.
- Enfin, alors que l'Eurosystème conserverait toujours le contrôle de l'émission d'un euro digital (BCE, 2020), l'émission du jumeau numérique de l'euro devrait être réalisée par des tiers mandatés afin de ne pas exclure les solutions privées du marché (Urbinati et al., 2021). Concrètement, cela signifierait qu'il faut définir un modèle économique pour les « intermédiaires supervisés »<sup>16</sup> au sein de l'écosystème numérique. Les banques commerciales, épicentre des difficultés de transmission de la politique monétaire européenne, devraient, selon le souhait de la BCE, rester le pivot du système monétaire dans le cadre d'un euro digital.

C'est pourquoi le présent article abordera la fonction que pourrait jouer le secteur bancaire dans le nouveau dispositif de monnaie centrale numérique de la zone euro, et s'il serait effectivement conseillé, du point de vue de la politique monétaire, de conserver les banques commerciales comme intermédiaires. Dans ce contexte, il convient également de s'interroger sur l'im-

---

<sup>15</sup> Voir le discours en 2020 de Christine Lagarde intitulé « *Payments in a digital world* » lors d'une conférence en ligne de la *Bundesbank*.

<sup>16</sup> On peut supposer qu'il s'agit de banques commerciales et d'autres prestataires de services de paiement.

pact d'une éventuelle rémunération de l'euro digital sur le fonctionnement du secteur bancaire.

En plus de ce cadre prédéfini dans le « Rapport sur un euro digital » pour l'introduction d'un euro digital, la BCE devrait envisager la manière dont la propriété de l'euro digital et l'autorisation des transactions peuvent être prouvées et vérifiées. Dans le cas de l'argent liquide, par exemple, la simple possession et la remise de l'argent liquide constituent une preuve de la propriété et une autorisation de transaction suffisante. La nature numérique d'une CBDC européenne nécessite également une solution numérique (Berentsen, 2020). Deux approches technologiques différentes pour l'autorisation des transactions sont discutées dans la littérature : l'E-Euro en tant que monnaie scripturale, détenue directement sur un compte de dépôt dédié auprès de la BCE (l'approche *Account-Based*), et l'E-Euro en tant que token (l'approche *Token-Based*)<sup>17</sup>.

#### 4.1 L'approche Token-Based, et les raisons de son obsolescence

Dans le cadre de l'approche *Token-Based*, l'euro digital prendrait une forme similaire à celle des crypto-monnaies. Dans l'écosystème de la blockchain, un token numérique, également appelé jeton, désigne tout actif numérique transférable entre deux individus. La cryptographie confère au token, dans notre cas l'E-Euro, des propriétés similaires à celles de l'argent liquide, créant ainsi un système de paiement décentralisé dans lequel l'échange de la propriété des unités monétaires se fait *peer-to-peer*, c'est-à-dire sans la participation de tiers. Dans la plupart des cryptosystèmes, la propriété est enregistrée via un Distributed-Ledger-Technologie (DLT), tel qu'une *blockchain*. Il s'agit d'une technologie sur laquelle reposent les crypto-monnaies comme le *Bitcoin*. Elle fonctionne en fournissant à chaque utilisateur de la monnaie une copie du *payment ledger*, un fichier qui enregistre chaque transaction jamais effectuée avec la monnaie. En conséquence, cette technologie permet des paiements vérifiables et irrévocables, validés par un réseau informatique décentralisé, sans qu'il soit néces-

saire de faire appel à un processeur de paiement central tel que la BCE (Dyson et Hodgson, 2016). Dans un système basé sur les tokens, la propriété d'un actif n'est pas nécessairement enregistrée dans une base de données centrale sous la forme d'un compte, mais c'est plutôt la connaissance individuelle de la façon d'accéder à un token et de le transférer qui permet de vérifier la possession et la propriété. Comme il n'y a pas d'institution centrale dans le processus décrit qui serait responsable de cette vérification, la sécurisation est de la responsabilité de chaque utilisateur de la DLT.

La mise en œuvre effective d'un euro décentralisé sur la base du concept présenté ne semble pas extraordinairement compliquée. Un E-Euro pourrait simplement être développé selon un standard de token tel que le standard de token *ERC-20* ou *ERC223* d'*Ethereum*, qui serait compatible avec l'infrastructure de la blockchain d'*Ethereum*. Il serait même possible de créer une toute nouvelle blockchain. Il serait également envisageable de lier l'euro digital, en tant que composante de valeur, à des fractions de crypto-actifs existants, tels que le *Bitcoin*, et il pourrait être représenté et échangé sur la blockchain du *Bitcoin*. De tels tokens sont généralement appelés « colored coins » (Berentsen et Schär, 2018).

Ainsi, bien qu'il ne semble pas particulièrement difficile de construire un euro digital décentralisé, sa réalisation pratique ne peut être considérée que comme une chimère théorique. En effet, on doit se demander pourquoi une banque centrale comme la BCE serait intéressée par l'utilisation d'une technologie de blockchain, qui a été développée à l'origine dans le seul but de créer une crypto-monnaie qui ne peut être contrôlée par personne. Cette caractéristique est en contradiction avec l'idée d'une banque centrale. Il faut donc partir du principe qu'aucune banque centrale sérieuse, y compris la BCE, ne serait intéressée par l'émission d'une monnaie virtuelle anonyme (Berentsen, 2020). Le risque de réputation serait tout simplement trop élevé. Cependant, non seulement pour des raisons de réputation, mais aussi d'un point de vue juridique, un E-Euro décentralisé semble utopique. Les transactions d'une monnaie doivent obligatoirement être traçables afin de respecter les règles de la BCE en matière de lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme. Imaginons qu'un E-Euro soit utilisé par un cartel de la drogue pour blanchir de l'argent ou par une organisation terroriste pour acheter des armes, ces règles seraient automatiquement violées.

<sup>17</sup> Dans le cas d'un système basé sur des tokens, avec une monnaie numérique à base de tokens qui circulent de manière décentralisée, sans « central ledger », et qui permettent des transactions anonymes, la validité de l'objet du paiement doit être vérifiée (voir Annexe « [Le code de vérification des objets d'échange sur le lock-chain](#) »). En revanche, dans un système basé sur un compte, l'identité du payeur doit être vérifiée pour obtenir l'accès (Bindseil, 2020).

---

En outre, l'émission d'un euro digital ne nécessite pas, en pratique, de technologie blockchain. L'E-Euro peut tout aussi bien être émis et géré sur des bases de données centrales. C'est non seulement plus facile à implémenter, mais aussi beaucoup moins cher et plus efficace. Une base de données décentralisée est beaucoup plus lente qu'une base de données centralisée, car elle fonctionne de manière indépendante sur plusieurs milliers d'ordinateurs qui doivent communiquer entre eux en permanence (Schär et Berentsen, 2020)<sup>18</sup>.

#### 4.2 L'approche Account-Based

Comme indiqué, l'approche basée sur les tokens ne peut pas constituer une véritable option de conception pour une monnaie numérique de banque centrale. Inversement, cela signifie que l'idée d'un E-Euro sous forme de monnaie scripturale représente automatiquement une demande de « comptes BCE pour tous ». Ici, les particuliers et les entreprises devraient avoir la possibilité d'ouvrir des comptes de paiement directement auprès de la BCE ou d'une banque centrale nationale (Berentsen, 2020). Cette version de l'euro digital pourrait fonctionner de manière presque identique aux comptes bancaires commerciaux et offrir des fonctions similaires aux virements en ligne et aux paiements par carte de crédit. D'un point de vue conceptuel, on pourrait imaginer cette forme de E-Euro comme une simple extension de l'accès au système existant des comptes de réserve de la banque centrale, qui n'était jusqu'à présent garanti qu'aux banques commerciales et aux différents États. Une définition de l'E-Euro le décrirait donc comme un substitut proche des dépôts bancaires, alors que la CBDC européenne ne pourrait entrer en concurrence avec les dépôts que si elle était également rémunérée<sup>19</sup>. Ainsi, le taux d'in-

---

<sup>18</sup> Malgré les arguments exposés ici contre l'introduction d'un E-Euro sous forme de token, il est souvent rétorqué que l'avantage d'un E-Euro numérique programmable basé sur la blockchain pourrait être l'automatisation des processus grâce à l'interaction avec des « smart contracts » tels que les paiements d'intérêts, les prêts, le leasing, etc. Le contre-argument est que même pour ces processus, l'utilisation de la blockchain n'est pas indispensable, car une telle automatisation peut également avoir lieu sur des bases de données centralisées, ce qu'elle fait d'ailleurs déjà.

<sup>19</sup> Broadbent (2016) affirme que l'impact sur la politique monétaire est presque négligeable si la CBDC est un substitut parfait aux billets de banque centrale. Cependant, lorsque la CBDC prendra une forme qui permettra d'offrir des services de paiement déjà connus et comparables aux dépôts bancaires, il y aura un impact sur la

térêt payé sur l'E-Euro pourrait servir d'instrument de politique monétaire.

Mon plaidoyer pour un euro digital conçoit donc l'E-Euro comme suit. Il doit être accessible à tous (CBDC de détail) via des « comptes BCE pour tous », et non comme un token, payer des intérêts pour concurrencer les dépôts bancaires en tant que moyen d'échange, et être échangé au pair. Il est important de noter qu'on part du principe que les comptes CBDC n'offriraient pas de facilités de crédit aux ménages et aux entreprises. Cette approche de la mise en œuvre d'une CBDC peut généralement être privilégiée en raison de sa relative simplicité et de son interopérabilité avec les systèmes de paiement existants. Une transition rentable vers un euro digital incluant des « comptes BCE pour tous » serait assurée, étant donné que les banques commerciales et centrales travaillent déjà avec un système basé sur des comptes.

Les avantages de cette proposition de conception d'un futur E-Euro pour la transmission monétaire sont mis en lumière ci-dessous. En partant de l'hypothèse que la CBDC coexiste et entre en concurrence avec les dépôts bancaires, l'octroi de crédits continue de relever de la responsabilité des banques commerciales existantes. Cela signifie que les banques continuent de créer l'unité monétaire marginale, comme expliqué dans l'introduction.

##### 4.2.1 La simplicité de déploiement et le renforcement de la stabilité macroéconomique

Les « comptes BCE pour tous » sont un simple complément à l'ordre monétaire existant. En effet, la BCE émet déjà une sorte de monnaie digitale sous forme de dépôts détenus par les banques commerciales sur des comptes de la banque centrale. De ce fait il serait aisé de fournir un euro digital en permettant à la BCE de mettre ces comptes à la disposition des particuliers qui ne sont pas des identités bancaires (sans qu'un système de paiement décentralisé de type Bitcoin ne soit nécessaire)<sup>20</sup>.

---

disponibilité et le coût du financement bancaire, avec des implications intéressantes pour la politique monétaire.

<sup>20</sup> Dyson et Hodgson (2016) proposent deux options de mise en œuvre : d'une part, un accès direct, la banque centrale mettant des comptes à la disposition de tous les citoyens. Cependant, la BCE considérerait probablement cela comme une ingérence excessive de l'État dans le secteur privé et cela impliquerait une charge administrative considérable. La deuxième possibilité est un accès indirect, dans lequel la banque centrale crée et conserve la CBDC, mais où tous les services de paiement et de

Non seulement la mise en œuvre des comptes de la BCE semble facile à réaliser, mais elle peut également conduire à une stabilité systémique accrue de l'économie. En partant de l'hypothèse que, dans le système monétaire actuel, les banques commerciales créent plus de monnaie scripturale qu'elles ne détiennent de réserves, il existe toujours un risque pour les particuliers qu'une banque commerciale ne puisse pas, à un moment donné, tenir ses promesses de paiement. Le risque est que les clients perdent l'argent qu'ils ont placé sur leur compte auprès de la banque commerciale. En revanche, l'E-Euro serait toujours une valeur refuge, car la BCE peut toujours tenir ses promesses de paiement. Par définition, la BCE ne peut pas devenir illiquide, car elle pourrait toujours produire de la CBDC<sup>21</sup>. L'E-Euro serait donc une assurance contre l'insolvabilité des institutions financières et donc contre les crises financières (Berentsen, 2020).

Dans ce contexte, il convient de noter qu'il existe des opinions divergentes sur la théorie que je viens d'exposer. Certains craignent que la possibilité de détenir des liquidités sans risque auprès de la BCE pourrait entraîner une ruée bancaire (« *bank run* ») à l'échelle du système. En particulier, pendant une période de tensions financières, les créanciers seraient tentés de retirer leurs fonds des banques et autres institutions financières. En effet, la BRI (2020), dans une étude conjointe avec plusieurs banques centrales (dont la BCE), souligne un risque potentiel de désintermédiation des banques par l'introduction de CBDC.

Cependant, il est facile d'argumenter que ce type de raisonnement est souvent fallacieux. Bien que les CBDC soient en concurrence avec les dépôts bancaires, une ruée bancaire à l'échelle du système nécessiterait que la BCE elle-même mette en place des règles d'émission dans le cadre desquelles elle accepterait les dépôts bancaires en paiement des CBDC, et qu'elle adopte une règle politique qui absorbe de manière élastique les variations importantes de la demande de CBDC, devenant ainsi potentiellement un prêteur en der-

---

service à la clientèle sont gérés par des comptes de monnaie numérique fournis par des entreprises du secteur privé. Qu'il s'agisse d'un accès direct ou indirect, les avantages et les inconvénients sont les mêmes pour la politique monétaire.

<sup>21</sup> Bien évidemment, cela signifierait en dernier ressort l'abandon du mandat primaire de stabilité des prix, ce qui induirait le trilemme suivant : la BCE ne peut atteindre que deux des objectifs suivants : efficacité de l'allocation ; stabilité financière totale ; et totale stabilité des prix (Schilling, 2020).

nier ressort à l'échelle du système et totalement dépourvu de garantie (voir Barrdear et Kumhof (2021) pour plus de détails). En outre, un tel scénario extrême de ruée bancaire doit être considéré comme improbable, car c'est la BCE elle-même qui, par la mise en œuvre opérationnelle de l'euro digital, a une influence considérable sur l'attractivité de l'E-Euro par rapport aux dépôts bancaires. Ainsi, un euro digital serait un substitut proche mais imparfait aux dépôts bancaires. De nombreux services offerts par les comptes de dépôt des banques commerciales, tels que les facilités de caisse, ne joueraient aucun rôle au sein de la BCE.

Néanmoins, la BCE entre en quelque sorte en concurrence avec le système bancaire commercial. Cependant comme indiqué plus haut, il n'y a guère d'arguments rationnels pour craindre l'instabilité financière. On peut plutôt affirmer qu'un E-Euro renforcerait la stabilité du système monétaire à moyen et long terme, car un euro digital en concurrence avec les dépôts pourrait avoir un effet disciplinaire sur les banques commerciales. Celle-ci peut être déduite du fait qu'en cas de perte de confiance dans le système bancaire, les clients des banques auraient la possibilité de transférer leur argent rapidement et en toute sécurité sur un compte de la BCE (Berentsen, 2020). Dans ce cadre, Dyson et Hodgson (2016) affirme que le passage des dépôts bancaires à l'argent liquide numérique, en offrant une alternative réellement sans risque aux dépôts bancaires, réduit le besoin de garanties gouvernementales pour les dépôts et élimine ainsi une source d'aléa moral dans le système financier. Dans cette continuité, Berentsen et Schär (2018) affirment qu'après l'introduction de l'E-Euro, les banques commerciales devront adapter leurs modèles commerciaux à cette nouvelle concurrence gouvernementale. Elles seront contraintes d'agir de manière plus prudente et durable, et de moins spéculer sur les marchés financiers. Le secteur de l'économie réelle pourrait ainsi être à nouveau approvisionné en liquidités et les banques incitées à détenir davantage de fonds propres. En outre, les institutions financières devront offrir un meilleur service et des taux d'intérêt plus attractifs afin de dédommager les clients du risque de contrepartie.

#### 4.2.2 Une alternative à la politique monétaire actuelle

Outre les bénéfices en termes de stabilité du marché, l'introduction de l'E-Euro aurait des avantages fondamentaux du point de vue de la politique monétaire. D'une part, le taux d'intérêt sur un éventuel euro digital pourrait redevenir l'instrument principal de la politique monétaire. D'autre part, les bilans des banques centrales sur lesquels cet E-Euro peut être détenu par n'importe quel agent économique entraîneraient un déplacement de la position de pouvoir au sein de la politique monétaire, du secteur bancaire vers la BCE.

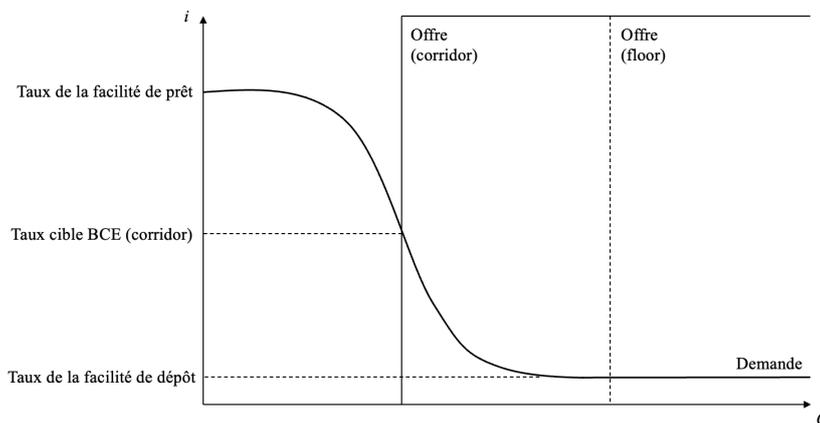
Un élément fondamental de la politique monétaire pour la banque centrale est de fixer le « *Overnight-Rate* » de la monnaie de la banque centrale. Surtout avant la crise financière en Europe, la politique monétaire de la BCE visait le taux d'intérêt sur le marché secondaire des réserves et fixait l'offre de ces réserves de manière que le marché soit équilibré (Meaning et al., 2018). Au final, la quantité de réserves mises à disposition était juste suffisante pour permettre aux banques commerciales de respecter leurs obligations de constitution de réserves. De ce fait, la BCE a pu contrôler les taux d'intérêt à court terme en modifiant légèrement la quantité de réserves (Berentsen et al., 2014).

Dans ce système, la BCE gère deux facilités, présentées dans la figure 1: une *facilité de prêt* et une *facilité de dépôt*. Dans le premier cas, la BCE prête de l'argent aux banques commerciales au jour le jour à un certain taux de prêt, en échange de garanties. Ce taux d'intérêt *plafonne* le taux du marché en permettant aux banques d'emprunter en dehors de ce même marché. Dans le second cas, la facilité de dépôt permet aux intermédiaires d'effectuer des dépôts au jour le jour auprès de la banque centrale, c'est-à-dire de déposer des liquidités excédentaires auprès de la BCE en échange du paiement d'un taux d'intérêt.

Ce taux d'intérêt crée généralement un *plancher (floor)* pour le taux de marché des prêts interbancaires, en supprimant toute incitation

pour les banques à prêter des fonds à un taux d'intérêt inférieur. La marge entre les deux taux d'intérêt est appelée le *corridor*. Pour plus d'informations sur les systèmes de floor et de corridor, voir Berentsen et al. (2014).

**Figure 1** : Abstraction d'un système de 'corridor' et de 'floor' de la politique monétaire



Source : illustration de l'auteur.

La figure 1 explique le mécanisme théorique de la variation du taux d'intérêt par la BCE sans introduction d'un euro digital<sup>22</sup>. Un contre-exemple de ce que signifie la mise en place d'une CBDC européenne pour ce mécanisme du taux d'intérêt est ensuite démontré (voir 4.2.2. I.).

Tout d'abord, on suppose que l'offre de réserves sur le marché est très faible. Dans ce cas, certaines banques commerciales auront du mal à respecter leurs obligations de réserves. En conséquence, la demande pour les réserves est élevée. Comme les banques manquant des réserves tentent d'en emprunter, le taux du marché est donc poussé vers le plafond créé par le taux de facilité de prêt.

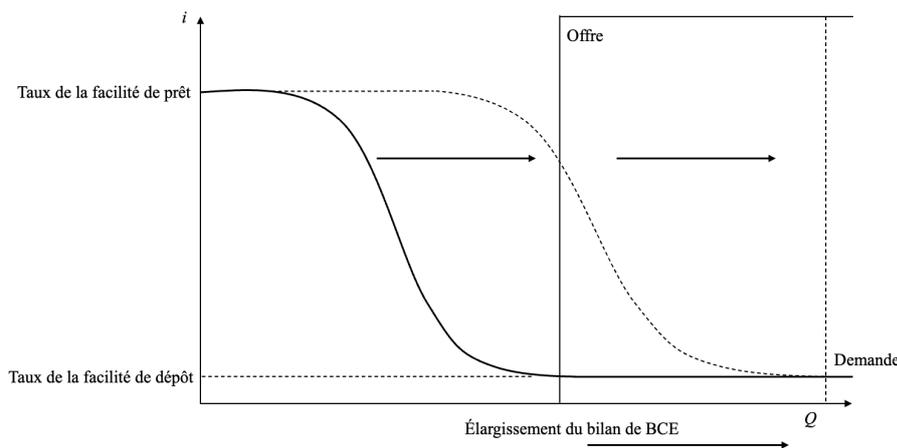
Une fois que l'offre de réserves est suffisamment importante pour que toutes les banques puissent satisfaire aux exigences en matière de réserves obligatoires, la courbe de demande décroît fortement. Pour rappel, les banques n'ont pas besoin de réserves de la BCE pour prêter, mais pour satisfaire à leur obligation de réserves et d'être liquides dans les échanges interbancaires.

On essaie de montrer ici que la BCE a la possibilité d'influencer les taux d'intérêt du marché

<sup>22</sup> Des illustrations plus détaillées des systèmes de corridor et de floor peuvent être trouvées chez Keister (2012), Berentsen et al. (2014) et Meaning et al. (2018).

en modifiant l'offre totale de réserves. En d'autres termes, une modification de l'offre de réserves par la BCE déplace le marché vers un point donné de la courbe de demande, ce qui entraîne une modification correspondante du taux d'intérêt du marché. Les opérations d'open market sont alors utilisées, si nécessaire, pour modifier l'offre de réserve de sorte que le taux d'intérêt du marché se rapproche du taux d'intérêt cible prédéfini par la BCE (Keister, 2012).

**Figure 2 :** Déplacement de la courbe des taux en cas d'inclusion de l'E-Euro comme passif de la banque centrale



Source : Illustration de l'auteur.

En réponse à l'agitation financière et à la crise de la dette souveraine européenne qui s'en est suivie, les marchés monétaires européens ont été inondés de réserves afin de faire baisser les taux d'intérêt. Cela a finalement conduit à un changement de cadre de la politique monétaire, passant d'un système de réserves obligatoires, dans lequel le taux d'intérêt évolue dans un certain *corridor*, à un système dit de *floor*. Dans un système de *floor*, le montant des réserves est étendu jusqu'à ce que le marché s'équilibre au taux payé sur la facilité de dépôt. Le taux pertinent pour le cours de la politique monétaire n'est alors plus le taux du marché secondaire pour la monnaie de la banque centrale, mais le taux d'intérêt pour les réserves (Meaning et al., 2018). De ce fait, les banques sont incitées à conserver des réserves sur leurs comptes plutôt que de les transférer à l'économie. Une nouvelle baisse des taux d'intérêt n'est pas possible.

Cet afflux de liquidités, tel qu'il a été observé après la crise financière, a eu pour effet de rendre impossible la gestion des taux d'intérêt à court terme. Ainsi, au lieu de continuer à cibler les taux d'intérêt à court terme comme principal instrument de la politique monétaire, la manipulation des taux d'intérêt à long terme est deve-

nue l'objectif après la crise financière. Il en a résulté de nombreux achats d'actifs, notamment grâce au programme d'assouplissement quantitatif (« *Asset Purchase Programme* ») mis en place dans la zone euro en 2015. Aujourd'hui, les réserves sur le marché sont si importantes qu'un petit changement de quantité ne devrait plus avoir d'effet sur les taux d'intérêt à court terme du marché <sup>23</sup>.

Dans cette situation, il est intéressant de voir comment les taux d'intérêt à court terme pourraient continuer à être gérés dans un régime d'inondation de liquidités sur le marché. L'introduction d'un euro digital pourrait être une solution à ce problème. Dans ce cadre, les trois premiers points suivants (4.4.2 I.-III.) montrent comment un euro digital peut contribuer à restaurer l'efficacité de la politique monétaire et quels autres avantages peuvent en décou-

ler, tandis que les deux derniers points (4.4.2 IV., V.) discutent des conséquences sur la politique monétaire du contournement des banques commerciales par l'introduction d'une CBDC européenne.

I) La mise en œuvre d'un E-Euro universel déplacerait la courbe de demande de l'euro digital vers la droite <sup>24</sup>, comme on peut le voir dans la figure 2. Ce déplacement résulte du fait que la demande des établissements non bancaires qui n'ont pas encore eu accès aux liquidités de la banque centrale augmenterait avec l'émission d'une CBDC européenne <sup>25</sup>. La réaction ultérieure de la BCE à ce choc de la demande déterminerait en fin de compte le niveau des taux d'intérêt sur le marché. Si la banque centrale répond à la hausse de la demande par une augmentation correspondante de l'offre d'E-Euro, le

<sup>23</sup> Même si la BCE a cessé ses achats nets d'obligations à long terme, cela ne signifie pas que les réserves qu'elle a déjà achetées disparaissent du marché.

<sup>24</sup> NB : on suppose ici que la CBDC fait partie de la masse monétaire de base.

<sup>25</sup> L'ampleur du déplacement vers la droite dépend notamment de l'attractivité de la CBDC et d'autres déterminants offerts.

---

taux d'intérêt dominant resterait au taux plancher.

En revanche, si la BCE maintient la courbe d'offre solide présentée ci-dessus, c'est-à-dire qu'elle garde une offre de CBDC inchangée face à l'augmentation de sa demande, le taux d'intérêt augmenterait et il y aurait une redistribution des CBDC dans l'économie. Les banques se sépareraient des CBDC qu'elles détiennent en raison de la hausse des taux d'intérêt, ce qu'elles ne peuvent pas faire facilement dans le cadre de la politique monétaire actuelle avec des réserves. Dans le même temps, les stocks excédentaires de CBDC qui en résulteraient seraient achetés par des établissements non bancaires afin de répondre à leur demande.

On peut donc en conclure que la BCE pourrait à nouveau contrôler efficacement le taux d'intérêt de la CBDC selon la même logique que celle qu'elle a toujours appliquée en période conventionnelle. La quantité de CBDC serait utilisée pour manipuler le taux d'intérêt qui lui est appliqué et, dans le même temps, les attentes du marché qui y sont associées seraient utilisées pour contrôler les taux d'intérêt du reste de l'économie (Meaning et al., 2018). Parallèlement, la quantité totale de CBDC pourrait également être utilisée comme un instrument opérationnel indépendant pour stimuler l'économie. Ainsi, on pourrait soutenir que l'introduction de l'E-Euro en tant que monnaie scripturale, détenue sur des « comptes BCE pour tous », pourrait être l'occasion de simplifier radicalement la politique monétaire et de faire de la rémunération de ce même E-Euro le principal instrument de la politique monétaire. Selon Berentsen (2020), la gestion de la courbe des taux serait ainsi simple et transparente.

II) Bien que la logique de la manipulation conventionnelle des taux d'intérêt reste inchangée avec l'introduction d'un E-Euro, la composition et la nature du marché monétaire seraient certainement modifiées. Actuellement, ce marché est un marché interbancaire, caractérisé par un accès exclusif de certaines banques commerciales, et donc d'un groupe relativement homogène d'agents qui poursuivent tous des objectifs similaires. Avec l'ouverture de ce marché par l'introduction d'un « compte BCE pour tous », les banques commerciales conserveraient leur accès et pourraient continuer à négocier entre elles, mais ce segment ne représenterait plus qu'une partie du marché de la liquidité de la banque centrale. En effet, les non-banques au-

raient alors accès à la CBDC au même titre que les grandes banques multinationales.

Les nouveaux entrants sur le marché, tels que les petites banques et les non-banques, auront beaucoup plus de facilité à proposer des comptes de paiement grâce aux « comptes BCE pour tous », ce qui renforcera la concurrence dans le secteur bancaire en réduisant les coûts et les restrictions d'utilisation. Si, dans le système monétaire actuel, les petites banques devaient conclure un *contrat d'agence* avec une grande banque pour pouvoir offrir des services de paiement qui passeraient par la technologie et la connexion au système de paiement des grandes banques, un euro digital réduirait la nécessité d'effectuer leurs paiements via les grandes banques (Dyson et Hodgson, 2016).

En facilitant l'accès des petites banques et des acteurs non-bancaires au marché monétaire à moindre coût, la BCE a la possibilité d'orienter les liquidités de la banque centrale vers un secteur productif plutôt que d'alimenter des bulles financières. Précisons brièvement ce point.

Les crises bancaires et les bulles d'actifs qui les précèdent peuvent être évitées s'il existe une architecture financière qui décourage l'octroi de crédits financiers, lesquels sont précisément à l'origine de ces bulles. Il est donc raisonnable de supposer que les économies qui orientent avec succès les prêts des banques commerciales vers des objectifs productifs et durables de l'économie réelle peuvent obtenir de meilleurs résultats économiques que les systèmes bancaires dont les prêts sont orientés vers la maximisation des profits dans le domaine de la spéculation financière.

L'Allemagne d'après-guerre en tant qu'économie nationale est un bon exemple qui montre qu'un système bancaire défini par des banques locales à but non lucratif (*caisses d'épargne* et *banques populaires*) a été et est encore capable de générer une croissance stable sur une longue période sans bulles d'actifs ni crises bancaires. Dans ce contexte, les banques communautaires allemandes ont un intérêt inhérent à accorder des prêts à de petits emprunteurs locaux, moins impliqués dans la spéculation financière (Gilquin, 2014). En effet, 80 % des 1700 banques sont communautaires et accordent plus de 90 % de tous les prêts aux petites et moyennes entreprises (Ivanov et Werner, 2022). Elles maintiennent la compétitivité de ces petites entreprises, tandis que la décentralisation et la fragmentation du système bancaire placent la création monétaire entre les mains des citoyens locaux. La productivité est privilégiée par rapport

à la spéculation financière. Barboni et Rossi (2019) affirment que les banques communautaires ont mieux servi l'économie pendant et après la crise financière. Les petites entreprises allemandes n'ont pas souffert d'un resserrement du crédit, ce qui a permis de maintenir un faible taux de chômage. En outre, les petites banques décentralisées ou les banques communautaires ont des revenus plus stables, sont moins exposées aux défaillances et ont moins de prêts non performants (Iannotta et al., 2007).

En outre, on peut affirmer que l'élargissement de l'accès au marché par l'introduction d'une CBDC permet d'accroître la concurrence au sein du secteur bancaire, sa résilience face aux crises et l'efficacité de la transmission de la politique monétaire, en orientant l'argent de la banque centrale vers un secteur productif et en réduisant ainsi le risque de formation d'une bulle dans le secteur financier.

**III)** Comme indiqué au cours de l'article, le secteur bancaire est important pour l'efficacité de la transmission actuelle de la politique monétaire. Comment l'efficacité de la transmission de la politique monétaire via le canal de prêt bancaire décrit précédemment changerait-elle si le système bancaire entrerait en concurrence avec la BCE en introduisant un E-Euro et en rivalisant avec des « comptes BCE pour tous » ?

Si l'on introduit un euro digital, on peut supposer que l'E-Euro pourrait influencer de manière significative le marché européen des dépôts. Dans le cas où la CBDC serait en concurrence avec les dépôts bancaires, c'est-à-dire si les deux sont des substituts proches, l'E-Euro pourrait offrir un plancher pour les taux d'intérêt des dépôts avec un taux d'intérêt non nul (Davoodalhosseini et al., 2020). Le marché des dépôts est influencé par le fait que l'euro digital offre une option externe aux investisseurs.

Ainsi, l'existence d'une alternative compétitive aux dépôts bancaires signifie que si le taux d'intérêt de cette alternative, c'est-à-dire l'E-Euro, change alors que les taux d'intérêt des dépôts restent inchangés, les agents économiques réorienteront leur portefeuille vers la CBDC afin d'augmenter leur rendement. Cela signifie que si le taux d'intérêt sur l'E-Euro augmente, la demande de dépôts bancaires diminue. Plus il est facile de passer de la CBDC aux dépôts bancaires, plus la substitution est proche de 1, plus l'effet d'arbitrage est important<sup>26</sup>. Pour compen-

<sup>26</sup> Meaning et al. (2018) et Davoodalhosseini (2020) affirment que la transmission de cet effet est la plus élevée lorsque le taux de substitution entre la CBDC et les dé-

ser cet effet, les banques commerciales auront tendance à augmenter également les taux de dépôt et de gros afin de rester compétitives. Une augmentation des taux de dépôt entraînerait donc une réduction des marges d'intérêt, ce qui entraînerait à son tour une augmentation des taux de crédit. Cette sensibilité accrue aux coûts de financement et aux taux d'emprunt, en cas de changement du *policy rate* de la BCE, pourrait renforcer le canal de prêt bancaire.

La BCE pourrait ainsi cibler précisément les domaines de productivité qu'elle souhaite aborder lors de l'octroi de liquidités afin d'atteindre ses objectifs monétaires. Si les épargnants remplacent les dépôts bancaires par un euro digital grâce à des taux d'intérêt plus attractifs, ces mouvements devraient à un moment ou à un autre entraîner des pénuries de liquidités dans le secteur bancaire. La BCE pourrait y remédier en achetant des actifs bancaires tels que des crédits ou en augmentant les réserves des banques par le biais d'opérations de refinancement. A plus long terme, les banques commerciales n'auraient plus que la possibilité d'accorder des prêts que la BCE accepterait comme garantie pour la mise à disposition de monnaie centrale (Meaning et al., 2018). Les décisions de crédit réelles seraient désormais prises par la BCE. Dans le même temps, le secteur bancaire perdrait son pouvoir souvent destructeur, ce qui constituerait un avantage majeur pour l'efficacité de la distribution de la politique monétaire européenne.

**IV)** De la situation décrite ci-dessus peut découler une idée plus radicale qui est d'envisager l'introduction d'un euro digital indépendamment des dépôts bancaires et de contourner complètement le secteur bancaire par sa mise en œuvre. Cette idée est plus ambitieuse que la simple extension de la politique monétaire actuelle. Si l'euro digital désintermédiat le secteur bancaire, cela signifierait également que le canal de transmission via les banques commerciales perdrait son importance dans le processus de la politique monétaire européenne. Que celui-ci soit efficace ou non n'a plus d'importance<sup>27</sup>.

Comme indiqué plus haut, la BCE a acheté ces dernières années un grand nombre d'actifs à

pôts bancaires est proche mais inférieur à 1.

<sup>27</sup> Logiquement, de nombreuses banques centrales s'opposent à l'idée d'émettre un euro numérique sans que les banques commerciales continuent à le distribuer (voir, par exemple, la BCE, 2020 ; la BRI, 2020). Un point de vue qui est plus politique qu'économique. Un débat économique de fond sur cette possibilité de mise en œuvre d'un euro électronique est donc intéressant d'un point de vue technique.

---

moyen et long terme au secteur bancaire et a financé ces achats avec de la monnaie centrale nouvellement créée. Ces opérations d'assouplissement quantitatif (ou QE) ont provoqué un gonflement du bilan de la banque centrale, l'argent créé circulant comme réserves et donc comme moyen de paiement sur le marché interbancaire. L'objectif est de contrôler l'inflation et de stimuler l'activité économique réelle tout en assurant la stabilité financière.

Bien que cette action de la BCE ait été de grande envergure, il existe un consensus croissant sur le fait que le QE n'a pas été efficace pour stimuler l'économie réelle et protéger le secteur financier, car le QE agit principalement en augmentant le prix des obligations, des actions et d'autres actifs financiers (Butt et al. 2014 ; Jawadi et al., 2017 ; Tischer, 2018 ; Kabundi et De Simone, 2022). Cependant, étant donné que la plupart des actifs sur les marchés financiers sont détenus par un petit pourcentage de la population, l'effet final du QE est d'apporter un gain aux ménages les plus riches, qui sont à leur tour beaucoup moins enclins à consommer ces actifs et revenus supplémentaires que les ménages à plus faibles revenus (Kumhof and Rancière, 2010). Ainsi, bien que la BCE ait mis en place des QE dans le but d'augmenter les dépenses dans l'économie réelle, elle n'a guère pu fournir d'éléments prouvant que c'était réellement le cas (Dyson et Hodgson, 2016).

Ces opérations de QE, qui visaient à augmenter les liquidités dans l'économie réelle, devaient obligatoirement passer par un certain ensemble de banques commerciales. Les systèmes de paiement électronique actuels sont échelonnés, les banques centrales étant au centre de ces systèmes. Les agents privés ne peuvent accéder à ce système de paiement qu'en détenant des créances sur certaines banques, sachant que le règlement des transactions s'effectue dans les bilans des banques situées plus haut dans la hiérarchie (Barrdear et Kumhof, 2021). Cela signifie donc que, puisque les non-banques ne peuvent actuellement pas détenir de monnaie centrale, elles doivent utiliser les banques commerciales comme intermédiaires pour vendre des actifs à la banque centrale, en échange de quoi ladite banque commerciale reçoit un solde correspondant sous forme de réserves. Dans le même temps, la banque crée un nouveau dépôt au passif de son bilan, qu'elle crédite le compte des vendeurs finaux, soit le compte des non-banques.

Un euro digital universellement accessible rendrait cette interaction obsolète. Au lieu de passer par le système bancaire comme le QE, la BCE pourrait mettre en place un nouveau programme de rachat d'actifs qui interagirait directement avec les participants non bancaires. Elle pourrait ainsi acheter un actif directement à une entité non bancaire et augmenter le solde du compte CBDC du vendeur. Les achats d'actifs pourraient ainsi être mieux ciblés pour, au final, atteindre efficacement les objectifs de la BCE. Cela aurait pour effet secondaire positif de se rapprocher du respect de la *règle de Friedman* (Friedman, 2005 [1969]). Cette règle stipule que la pénurie de monnaie devrait, dans la mesure du possible, être étendue jusqu'au point où l'utilité marginale est également nulle, puisque le coût marginal de production de la monnaie est égal à zéro dans un monde où la monnaie de la banque centrale est créée de manière exogène. Cependant, dans un monde comme le nôtre, où la quasi-totalité de la monnaie est créée de manière endogène par le système bancaire privé (voir McLeay, 2014a), le coût marginal de la création monétaire est égal à la différence entre le taux d'intérêt des crédits de gros et le taux des dépôts. L'introduction d'une CBDC, selon Barrdear et Kumhof (2021), créée indépendamment du système bancaire, permettrait à l'économie d'éviter une partie de ces frictions et de se rapprocher, conformément à la règle de Friedman, ce qui pourrait avoir des effets positifs sur l'économie.

V) Une dernière possibilité d'extension des instruments de politique monétaire par l'introduction d'un euro digital serait, par exemple, la mise en œuvre simplifiée des transferts directs de monnaie de la banque centrale ou d'une *helicopter money*, dans lequel la BCE créerait de l'argent et le distribuerait à tous les citoyens sous forme de subvention non remboursable. Comme le font remarquer Dyson et Hodgson (2016), les fonds destinés aux ménages à faible revenu pourraient par exemple être déposés directement sur les comptes de la CBDC, ce qui permettrait d'atténuer l'impact d'un ralentissement économique provoqué par des catastrophes naturelles ou des crises sanitaires sur leur pouvoir d'achat. Ces mesures s'apparenteraient alors à des mesures de relance budgétaire (voir Bartsch et al., 2019).

La CBDC pourrait également être conçue pour augmenter la vitesse de circulation de la monnaie en créant des incitations pour certains types de consommation. Par exemple, des paiements

« *cashback* » pourraient être effectués sur les achats effectués auprès de commerçants locaux et/ou dans certains secteurs, ou les stocks de CBDC pourraient être soumis à une taxe pour inciter à les dépenser rapidement. La banque centrale créditerait les citoyens de comptes CBDC ou de porte-monnaie contenant des jetons CBDC (Copic et Franke, 2020).

Toutes ces mesures devraient faire l'objet d'une recherche plus approfondie et d'une évaluation de leur caractère opérationnel. Elles n'ont été incluses dans cet article que par souci d'exhaustivité.

## 5. Conclusion

Cet article a permis d'identifier les premières propositions d'un euro digital et comment celui-ci pourrait influencer la politique monétaire contemporaine. Bien qu'elles nécessitent des recherches supplémentaires, une première tentative a été faite pour définir les monnaies numériques de banque centrale de manière qu'elles puissent servir de nouvel instrument de politique monétaire pour la BCE et améliorer la transmission monétaire dans la zone euro.

La CBDC a été expliquée en termes généraux et a finalement été rapprochée des objectifs de la BCE. Un euro digital a été défini de telle sorte qu'il ne puisse pas être échangé de façon décentralisée, mais qu'il soit accessible à tous de manière centralisée sous forme de « comptes BCE pour tous ». Ces comptes peuvent ainsi faire concurrence aux dépôts des banques commerciales et seraient rémunérés. Il pourrait en résulter des effets positifs tels qu'une plus grande stabilité sur le marché monétaire et un déploiement aisé de la politique de taux d'intérêt. De plus, non seulement les banques commerciales, mais aussi les établissements non-bancaires auraient accès à la monnaie centrale. La diversification du marché monétaire aurait pour conséquence que les objectifs réels de la BCE, tels que la stabilité des prix et la croissance de l'économie réelle, pourraient être explicitement ciblés et que l'efficacité du canal de prêt bancaire pourrait être augmentée. Enfin, une proposition a été discutée, qui exclut les banques et propose un programme alternatif à l'assouplissement quantitatif. Une telle conception est critiquable, mais elle est intéressante à examiner plus en détail dans le cadre de futures recherches.

**Matériel supplémentaire :** [Une illustration du transfert de propriété sur les réseaux décentralisés du type blockchain](#)<sup>28</sup>.

## Références bibliographiques :

- Agarwal, R. et Kimball, M. (2015), « Breaking through the zero lower bound, » *International Monetary Fund Working Paper*.
- Barboni, G. et Rossi, C. (2019), « Does your neighbor know you better? The supportive role of local banks in the financial crisis, » *Journal of Banking and Finance*, 106:514–526.
- Barrdear, J. et Kumhof, M. (2022), « The macroeconomics of central bank digital currencies, » *Journal of Economic Dynamics and Control*, 142.
- Bartsch, E., Boivin, J., Fischer, S., Hildebrand, P., et Wang, S. (2019), « Dealing with the next downturn: From unconventional monetary policy to unprecedented policy coordination, » *Macro and Market Perspectives*, 105:1-16.
- BCE (2012), « Monthly Bulletin, » *European Central Bank*, Frankfurt, May 2012.
- BCE (2020), « Report on a digital euro, » October 2020.
- Behrendt, S. (2017), « Unconventional monetary policy effects on bank lending in the euro area, » *Jena Economic Research Papers 2017-002*, Friedrich Schiller University Jena, Jena.
- Berentsen, A. (2020), « Plädoyer für den E-Euro-Implicationen für die Gesellschaft, » *WWZ Working Paper*.
- Berentsen, A., Marchesiani, A., et Waller C. J. (2014), « Floor systems for implementing monetary policy: Some unpleasant fiscal arithmetic, » *Review of Economic Dynamics*, 17(3):523-542.
- Berentsen, A. et Schär, F. (2018), « The case for central bank electronic money and the non-case for central bank cryptocurrencies, » *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 100(2).
- Bernanke, B. S. (1986), « Alternative explanations of the money-income correlations, » *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 25(1):49-99.
- Bernanke, B. S. et Blinder, A. S. (1988), « Credit, money, and aggregate demand, » *American Economic Review*, 78(2):435-439.

<sup>28</sup> [https://opee.unistra.fr/IMG/pdf/b47\\_plaidoyer\\_pour\\_l\\_euro\\_digital\\_annexe\\_roder-weis.pdf](https://opee.unistra.fr/IMG/pdf/b47_plaidoyer_pour_l_euro_digital_annexe_roder-weis.pdf).

- Bernanke, B. S. et Blinder, A. S. (1992), « The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission, » *American Economic Review*, 82(4):901-921.
- Bindseil, U. (2020), « Tiered CBDC and the Financial System, » ECB Working Paper, n° 2351.
- BRI (2020), « Central bank digital currencies: foundational principles and core features, » *BIS Report No. 1*.
- Borio, C. et Disyatat, P. (2009), « Unconventional monetary policies: an appraisal, » *BIS Working Papers*, (292).
- Bridges, J. et Ryland, T. (2012), « The Impact of QE on the UK Economy - Some Supportive Monetaristic Arithmetic, » *Bank of England Working Paper*, n° 442.
- Broadbent, B. (2016), « Ben Broadbent: central banks and digital currencies, » discours à la London School of Economics, 2 mars 2016.
- Butt, N., Churm, R., McMahon, M., Morotz, A., et Schanz, J. (2014), « QE and the bank lending channel in the United Kingdom, » *Bank of England Working Paper*, n° 511.
- Butt, N., Domit, S., McLeay, M., Thomas, R., et Kirkham, L. (2012), « What can the money data tell us about the impact of QE?, » *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q4.
- Carpenter, S. B. et Demiralp, S. (2010), « Money, Reserves, and the Transmission of Monetary Policy: Does the Money Multiplier Exist?, » *Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series*, 41.
- Champ, B., Freeman, S., et Haslag, J. (2016), « Modeling Monetary Economies, » *Cambridge University Press*, Cambridge, 4th edition.
- Copic, E. et Franke, M. (2020), « Influencing the Velocity of Central Bank Digital Currencies, » disponible sur SSRN 3518736.
- Davoodalhosseini, M., Rivadeneyra, F., et Zhu, Y. (2020), « CBDC and monetary policy, » *Bank of Canada Staff Analytical Note*, 2020-4.
- Disyatat, P. (2011), « The bank lending channel revisited, » *Journal of Money, Credit and Banking*, 43(4):711-734.
- Dyson, B. et Hodgson, G. (2016), « Digital Cash: Why Central Banks Should Start Issuing Electronic Money, » *Positive Money*, 2016.
- Fernández-Villaverde, J., Sanches, D., Schilling, L., et Uhlig, H. (2021), « Central bank digital currency: Central banking for all?, » *Review of Economic Dynamics*, 41:225-242.
- Freeman, S. et Kydland, F. E. (2000), « Monetary aggregates and output, » *American Economic Review*, 90(5):1125-1135.
- Friedman, M. (2005 [1969]), « The Optimum Quantity of Money, » Routledge Press.
- Friedman, M. et Schwartz, A. J. (1963), « A Monetary History of the United States 1867-1960, » Princeton University Press, Princeton.
- Giaglis, G., Dionysopoulos, L., Charalambous, M., Kostopoulos, N., Vlachos, I., Damvakeraki, T., Noszek, Z., Sovershennyi, A., Chykhraдзе, K., Papoutsoglou, I., et al (2021), « Central Bank Digital Currencies and a Euro for the Future, » *EU Blockchain Observatory and Forum*.
- Gilquin, G. (2014), « Der deutsche Bankensektor, » *Wirtschaftsdienst. Zeitschrift für Wirtschaftspolitik*, 94(6):420-427.
- Iannotta, G., Nocera, G., et Sironi, A. (2007), « Ownership structure, risk and performance in the European banking industry, » *Journal of Banking Finance*, 31(7):2127-2149.
- Ivanov, P. et Werner, R. A. (2022), « The monetary Reform debate as the continuation of the Long-standing currency vs Banking school debate and the Identification of Its Long-Overdue Resolution, » *Review of Business and Economic Studies*, 10(1):6-13.
- Jakab, Z., et Kumhof, M. (2015), « Banks are not intermediaries of loanable funds - and why this matters, » *Bank of England Working Paper*, n° 529.
- Jawadi, F., Sousa, R. M., et Traverso, R. (2017), « On the macroeconomic and wealth effects of unconventional monetary policy, » *Macroeconomic Dynamics*, 21(Special Issue 5):1189-1204.
- Kabundi, A. et De Simone, F. N. (2022), « Euro area banking and monetary policy shocks in the QE era, » *Journal of Financial Stability*, 101062.
- Kashyap, A. K. et Stein, J. C. (1995), « The impact of monetary policy on bank balance sheets, » *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 42: 151-195.
- Kashyap, A. K. et Stein, J. C. (2000), « What do a million observations on banks say about the transmission of monetary policy?, » *American Economic Review*, 90(3):407-428.
- Keister, T. (2012), « [Corridors and floors in monetary policy](#), » Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York.
- Kiff, J., Alwazir, J., Davidovic, S., Farias, A., Khan, A., Khiaonarong, T., Malaika, M., Monroe, H. K., Sugimoto, N., et Tourpe, H. (2020),

- « A survey of research on retail central bank digital currency, » *International Monetary Fund Working Paper*.
- Kimura, T., Kobayashi, H., Muranaga, J., et Ugai, H. (2009), « The effect of the increase in the monetary base on Japan's economy at zero interest rates: an empirical analysis, » *Bank for International Settlements Conference Series*, 19:276–312.
- Kumhof, M. et Rancière, R. (2010), « Inequality, Leverage and Crises, » *IMF Working Paper*, 10(268).
- Mancini-Griffoli, T., Peria, M. S. M., Agur, I., Ari, A., Kiff, J., Popescu, A., et Rochon, C. (2018), « Casting light on central bank digital currency, » *IMF Staff Discussion Note*, 8(18):1-39.
- Mankiw, N., Taylor, M., Wagner, A., et Herrmann, M. (2008), « Grundzüge der Volkswirtschaftslehre, » Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- McLeay, M., Radia, A. et Thomas, R. (2014a), « Money creation in the modern economy, » *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q1.
- McLeay, M., Radia, A. et Thomas, R. (2014b), « Money in the modern economy: an introduction, » *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q1.
- Meaning, J., Dyson, B., Barker, J., et Clayton, E. (2018), « Broadening narrow money: monetary policy with a central bank digital currency, » *Bank of England Working Paper*, n° 724.
- Roderweis, P., Saadaoui, J., Serranito, F. (2023), « Is Quantitative Easing Productive ? The Role of Bank Lending in the Monetary Transmission Process, » *Document de Travail EconomiX 2023-17*.
- Ryan, E. et Whelan, K. (2021), « Quantitative easing and the hot potato effect: Evidence from euro area banks, » *Journal of International Money and Finance*, 115:102354.
- Schär, F. and Berentsen, A. (2020), « Bitcoin, Blockchain, and Cryptoassets: A Comprehensive Introduction, » MIT Press.
- Schilling, L., Fernández-Villaverde, J., et Uhlig, H. (2020), « Central bank digital currency: When price and bank stability collide, » National Bureau of Economic Research.
- Sheard, P. (2013), « [Repeat After Me: Banks Cannot And Do Not 'Lend Out' Reserves](#), » Standard Poor's Ratings Services, New York.
- Tischer, J. (2018), « Quantitative easing, portfolio rebalancing and credit growth: Micro evidence from Germany, » *Deutsche Bundesbank Discussion Papers*, n° 20.
- Turner, A. (2012), « Credit creation and social optimality, » *International Review of Financial Analysis*, 25 :142-153.
- Turner, A. (2013), « Debt, money, and Mephistopheles: how do we get out of this mess?, » *Group of Thirty, Occasional Paper*, (87).
- Ugai, H. (2007), « Effect of the quantitative easing policy: a survey of empirical analyses, » *Monetary Economics Studies*, 25(1):1–47.
- Urbinati, E., Belsito, A., Cani, D., Caporini, A., Capotosto, M., Folino, S., Galano, G., Goretti, G., Marcelli, G., and Tiberi, P. (2021), « A digital euro: a contribution to the discussion on technical design choices, » Technical report, Bank of Italy, Directorate General for Markets and Payment System.
- Werner, R. A. (2014a), « Can banks individually create money out of nothing? - The theories and the empirical evidence, » *International Review of Financial Analysis*, 36:1–19.
- Werner, R. A. (2014b), « How do banks create money, and why can other firms not do the same? An explanation for the coexistence of lending and deposit-taking, » *International Review of Financial Analysis*, 36:71–77.

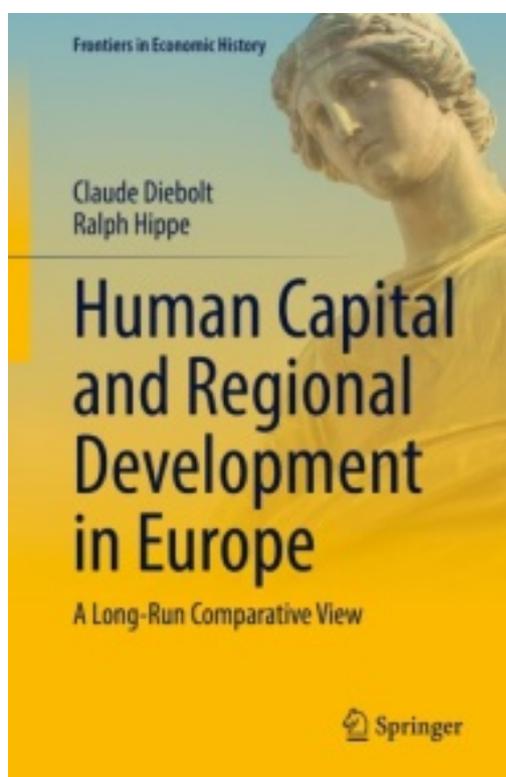
---

## Humain Capital and Regional Development in Europe

### *A Long-Run Comparative View*

Claude Diebolt et Ralph Hippe

Springer Verlag, Collection « Frontiers in Economic History », Berlin, 2022, 141 pages.



Le capital humain est de la plus haute importance pour l'avenir de nos économies et sociétés de la connaissance. En Europe, il est inégalement réparti, contribuant à différents schémas spatiaux dans et entre les pays. Dans de nombreux cas, ces schémas ont une longue histoire. Pour mieux les comprendre, il faut remonter dans le temps, lorsque la scolarisation de masse commençait à devenir une réalité dans toute l'Europe. En adoptant une perspective à long terme sur plus de 150 ans,

ce livre montre le développement et la répartition du capital humain dans les régions d'Europe et ses liens avec l'économie. Il donne un aperçu des résultats des recherches récentes dans ce domaine, notamment des avancées théoriques et de l'utilisation de nouvelles données empiriques.

Cet ouvrage a présenté de nouvelles données sur l'évolution à long terme du capital humain au niveau régional, selon une approche européenne. Il aborde les derniers développements dans ce domaine, en se concentrant explicitement sur l'impact de la crise du Coronavirus sur l'éducation. Il replace la crise dans une perspective historique et régionale et montre les orientations futures de l'éducation et de la recherche après Covid-19. Il sera crucial de mieux comprendre la répartition et les effets non seulement des compétences de base en calcul, en lecture et en sciences au niveau régional, mais aussi leur relation avec les compétences numériques. La crise doit être considérée dans cette optique comme une opportunité, un signal d'alarme, qui peut fournir le stimulus nécessaire au niveau des politiques et de la recherche pour étudier plus avant comment cette nouvelle dimension du capital humain peut façonner le développement régional futur en Europe.

## L'impact de la guerre en Ukraine sur le marché européen des oléagineux et de l'énergie

Anissa Maddi\*, Clarisse Monsch\* et Miguel Tejada Iraizoz†

**L'invasion de l'Ukraine par la Russie et la guerre qui s'ensuivit ont entraîné des impacts à la fois géopolitiques, économiques, alimentaires et énergétiques au sein de l'Union européenne (UE). En effet, l'Ukraine ainsi que la Russie représentent toutes deux des fournisseurs clés de produits agricoles, mais aussi d'intrants et de carburants fossiles pour l'UE. La guerre a ainsi eu pour conséquence la perturbation de la chaîne d'approvisionnement liant l'UE à l'Ukraine, mais aussi la montée des prix des denrées alimentaires, telles que les huiles végétales et les intrants. Ce conflit a, de plus, engendré une véritable crise de l'énergie sur le continent européen, poussant l'UE à adapter ses politiques, en particulier la politique agricole commune (PAC), et notamment la stratégie « de la ferme à la table » (« *farm to fork* »), ainsi que la politique européenne de l'énergie (via la mise en place du plan RePowerEU), et à impulser la mise en place de nouvelles initiatives au niveau international (p. ex., « *Food and agriculture resilience mission* », FARM). Ce faisant, les institutions européennes tentent de réduire les répercussions du conflit russo-ukrainien à la fois sur la population européenne, mais aussi, plus généralement, mondiale.**

Codes JEL : Q17, Q18, Q52.

Mots-clefs : guerre en Ukraine, sécurité alimentaire, agriculture, oléagineux, crise de l'énergie, politique agricole commune (PAC).

Le 24 février 2022, la Russie a lancé une attaque d'envergure sur le territoire ukrainien, provoquant, de ce fait, un conflit entre les deux nations. Or, l'Ukraine et la Russie représentent toutes deux des producteurs de premier plan sur les marchés agricoles mondiaux, en particulier en ce qui concerne les céréales, mais aussi les oléagineux. La Russie possède, de plus, de grandes réserves naturelles de gaz, faisant d'elle un producteur important à la fois d'énergie fossile et de fertilisants. Elle est, en effet, la deuxième productrice mondiale de gaz naturel (Transitions et Energies 2022). Elle est également la première exportatrice mondiale d'engrais azoté et la deuxième en termes d'engrais potassique et phosphoré, selon l'Organisation des Nations unies pour l'alimentation et l'agriculture (FAO 2022).

Ces deux pays constituent ainsi des fournisseurs clés pour l'UE, à la fois dans le domaine de l'alimentation, mais aussi de l'énergie. Le déclenchement d'un conflit entre ces deux puis-

sances a donc tout naturellement provoqué des perturbations d'ampleur sur les marchés agricoles européens, mais aussi sur celui de l'énergie, caractérisées par des pressions sur les marchés, dues aux blocages des flux dans la mer Noire de certaines denrées alimentaires, ainsi qu'une montée des prix des aliments et de l'énergie.

Le déclenchement de cette guerre allant à l'encontre de ses valeurs, l'UE a imposé à la Russie une série de paquets de sanctions économiques, financières et politiques, tels que la suppression des importations européennes de pétrole russe. La Russie a alors répliqué en mettant elle-même en place des mesures de sanctions vis-à-vis de l'UE.

Les huiles végétales étant à la fois liées aux questions de sécurité alimentaire, mais aussi à des enjeux de sécurité de l'énergie<sup>1</sup> et de protec-

<sup>1</sup> Pour plus d'informations, voir Dai, Maddi et Monsch (2022).

\* Master 2 MPE, Université de Strasbourg. † Energy Sustainability & Market, Colombie.

---

tion de l'environnement, via la production de biocarburants, nous nous concentrerons dans cet article sur l'impact du conflit russo-ukrainien sur le marché européen des oléagineux et de l'énergie ainsi que les tentatives de réponses apportées par les institutions européennes.

Nous nous intéresserons dans un premier temps à l'impact du conflit russo-ukrainien sur la chaîne d'approvisionnement liant l'Ukraine à l'UE. Nous nous pencherons dans un deuxième temps sur les effets de cette guerre sur les prix, à la fois des oléagineux, mais aussi des fertilisants et de l'énergie. Enfin, nous étudierons les tentatives de réponses européennes aux conséquences de ce conflit, de l'instauration de nouveaux mécanismes à l'ajustement de la PAC ou de la politique européenne de l'énergie.

## **1. Une chaîne d'approvisionnement entre l'UE et ses fournisseurs perturbée**

L'Ukraine et la Russie étant d'importants producteurs et exportateurs de produits agricoles, la guerre les opposant a eu un fort impact, notamment en termes de quantité. En effet, avant le déclenchement du conflit russo-ukrainien, les deux pays représentaient, au niveau mondial, 20 % des exportations de maïs, 30 % de blé et plus de 50 % des exportations d'huile de tournesol (Palluet 2022). De son côté, l'huile de tournesol était la troisième huile végétale la plus échangée sur les marchés internationaux après l'huile de palme et l'huile de soja pendant l'année de commercialisation 2020-2021 (USDA 2022).

### **1.1 Une production ukrainienne en déclin**

L'agriculture représente, en Ukraine, un secteur de l'économie très important (près de 9 % du PIB ukrainien et 13,8 % de l'emploi ukrainien en 2020). En comparaison, en France, le secteur agricole ne représentait respectivement en 2020 que 1,6 % et 2,5 % (Levasseur 2022). Grand producteur de céréales et d'oléagineux, le pays en est aussi un exportateur majeur. Ainsi, 95 % de l'huile de tournesol produite en Ukraine est exportée (USDA 2022).

Le début de la guerre en Ukraine représente alors un choc d'offre négatif important. Le conflit a, en effet, fortement perturbé la chaîne de production ukrainienne.

L'invasion russe ayant eu lieu juste avant la période propice à l'ensemencement du tournesol (mars et avril, quand les températures se situent

aux alentours de 8 à 10 degrés) et dans les territoires à l'est et au sud de l'Ukraine, la production de tournesol a été largement réduite. D'après le cabinet d'analyse ukrainien [UkrAgroConsult](#), une baisse de 35 % des terres dédiées à la culture du tournesol peut être observée en 2022 par rapport aux années précédentes (Cler 2022).

En plus d'une moindre surface utilisable, la main-d'œuvre agricole disponible a aussi été réduite. Cela est notamment dû à l'enrôlement dans les forces armées (même si une exemption a été décrétée pour les travailleurs agricoles), à la fuite des travailleurs et aux pertes humaines engendrées par le conflit.

Au final, la récolte de graines de tournesol a été divisée par 1,8, passant de 17,5 millions de tonnes en 2021 à seulement 9,5 millions de tonnes en 2022 (AgFlow 2022).

Heureusement, d'autres cultures d'oléagineux n'ont pas trop souffert, comme celle du colza, dont la situation géographique (à l'ouest) lui a permis d'être épargnée par les combats.

### **1.2 Difficultés logistiques en termes de stockage et d'approvisionnement des récoltes**

Des difficultés logistiques ont également été constatées à la suite du déclenchement de la guerre en Ukraine. Les ports ukrainiens ont ainsi été bloqués ou occupés par les forces armées russes, particulièrement ceux du sud et de l'est du pays (vers la mer d'Azov et la mer Noire), ce qui a paralysé les exportations via le transport maritime. De plus, à l'est du pays, les réseaux ferroviaires ne sont que peu adaptés à l'exportation des produits agricoles ukrainiens vers l'UE. Ainsi, par exemple, seuls 15 à 20 % du volume habituel des exportations d'huile de tournesol a effectivement pu être exporté durant la période de mars à mai 2022. Néanmoins, l'ouverture provisoire d'un couloir maritime sécurisé a été négociée à la fin du mois de juillet 2022 sous l'impulsion de la Turquie. Celui-ci a permis la reprise partielle des exportations ukrainiennes de produits agricoles.

A défaut de pouvoir exporter la production agricole, il a fallu la stocker en attendant de pouvoir l'expédier. L'Ukraine dispose d'une capacité de stockage d'environ 75 millions de tonnes pour les oléagineux et les céréales. Cependant, 30 % de cette capacité est déjà utilisée par les stocks des récoltes précédentes non écoulées, 15 % a été détruite par le conflit et 10 %, située sur des

terres occupées par l'armée russe, est inaccessible (FAO 2022).

### **1.3 Des perturbations de la chaîne d'approvisionnement observées dans l'UE et des alternatives pour y remédier**

La diminution de la production d'oléagineux en Ukraine, les problèmes logistiques engendrés par le conflit russo-ukrainien et les mesures ukrainiennes de restriction des exportations, mises en place pour assurer la sécurité alimentaire, ont conduit à des perturbations de la chaîne d'approvisionnement de l'huile, notamment de l'huile de tournesol, dans l'UE. Ces dernières ont été encore davantage accentuées par les mouvements de panique des consommateurs. C'est pourquoi des quotas ont été imposés aux consommateurs dans de nombreuses enseignes de grande distribution à travers l'UE (ex : Consum en Espagne ou Colruyt en Belgique).

L'huile, particulièrement de tournesol, étant une denrée utilisée dans un large panel de produits transformés, il a fallu trouver une solution pour continuer à produire ces biens d'alimentation. Ainsi, en France, il a été décidé d'autoriser l'utilisation de substituts (ex : huile de colza, palme ou soja) sans besoin de le préciser dans un premier temps. Cela peut poser des questions concernant la qualité nutritionnelle des produits (ex : l'huile de palme est plus riche en acides gras saturés que l'huile de tournesol) et à la transparence vis-à-vis du consommateur (même si les industriels doivent mentionner si la recette a été changée dans un délai de deux mois, ils n'ont pas l'obligation de préciser le substitut utilisé). Ces problèmes ont été notamment signalés par plusieurs associations de consommateurs comme [UFC Que Choisir](#) en France.

## **2. Des pressions inflationnistes entraînant un risque de crise alimentaire et de crise de l'énergie**

L'impact de la guerre en Ukraine ne s'arrête pas à la perturbation de la chaîne d'approvisionnement. En effet, une hausse des prix, forte et rapide, est à constater. Non seulement les prix des produits alimentaires ont connu une augmentation de l'ordre de 13 % entre février et mars 2022 (Palluet 2022), mais les prix de l'énergie et des fertilisants ont également crû.

### **2.1 Des pressions à la hausse des prix des denrées alimentaires, en particulier des huiles végétales**

L'Ukraine et la Russie étant toutes deux des fournisseurs importants de l'UE en ce qui concerne les produits agricoles, le conflit qui les oppose a mécaniquement impacté le prix de ces derniers sur les marchés européens.

Cependant, il est important de noter que les prix mondiaux des huiles végétales, et plus généralement des produits alimentaires, avaient déjà subi des pressions à la hausse avant le début du conflit ukrainien. Celles-ci provenaient à la fois des perturbations sur les chaînes d'approvisionnement mondiales provoquées par la pandémie de Covid-19, d'une demande globale forte, mais aussi de mauvaises récoltes dans certains pays producteurs clés. Concernant ce dernier élément, on peut, par exemple, citer un effondrement de la récolte de colza au Canada durant l'été 2021, suite à des épisodes de vagues de chaleur (Pearce 2021).

Les restrictions d'exportations engendrées par le conflit en Ukraine n'ont alors fait qu'amplifier ces tensions inflationnistes sur les marchés agricoles européens et mondiaux. Bien sûr, l'arrêt des exportations ukrainiennes d'oléagineux constitue le principal facteur de la montée des prix des huiles végétales en Europe et dans le monde. Cependant, d'autres éléments qui découlent de ce conflit doivent également être soulignés. Face à une hausse du risque de ruptures de stock et à la montée des prix sur leurs marchés domestiques, les principaux pays producteurs ont eu tendance à appliquer des mesures protectionnistes qui n'ont fait qu'intensifier les problèmes d'approvisionnement ainsi que les tensions inflationnistes connues sur le marché mondial des oléagineux (Glauber et al. 2022).

Suite aux différents paquets de sanctions mis en place à son encontre, la Russie a décidé d'interdire l'exportation de ses graines de tournesol et d'imposer des quotas d'exportation concernant sa production d'huile de tournesol vers l'UE, et ce, du 1<sup>er</sup> avril au 31 août 2022. La durée de cette mesure a, par la suite, été étendue jusqu'au 18 mai 2023.

Une autre conséquence immédiate du conflit a été la mise en place d'une suspension temporaire de l'exportation de l'huile de palme de la part de l'Indonésie. En effet, le début de la guerre entre l'Ukraine et la Russie a entraîné une hausse mondiale des cours des huiles végétales, encourageant les industries indonésiennes

---

d'huile de palme à exporter leur production vers l'étranger au détriment du marché domestique. Afin de contrecarrer cette pénurie ainsi que la hausse du prix de l'huile de palme qui s'ensuit, le gouvernement indonésien a mis en place une suspension des exportations de celle-ci entre le 28 avril et le 23 mai 2022. L'Indonésie étant le premier producteur et exportateur mondial d'huile de palme, sa disparition, même temporaire, du marché mondial des huiles végétales représente un autre facteur de poids poussant à la hausse les prix des denrées échangées sur celui-ci.

Enfin, d'autres facteurs peuvent être soulignés comme la montée du sentiment d'incertitude ainsi que la spéculation. Ces derniers ont provoqué partout des achats en masse d'huiles végétales (ex : + 55 % en avril 2022, Mehr 2022), en particulier de tournesol, en pleine période de pénurie, accroissant celle-ci et renforçant d'autant plus, par contrecoup, la hausse du prix des huiles végétales dans le monde.

L'indice de la FAO, qui mesure les variations de prix mensuelles de cinq grandes catégories de denrées alimentaires (les produits laitiers, la viande, les huiles végétales, le sucre et les céréales) à travers le monde, a augmenté de 17 % au mois de mars 2022, et a atteint son niveau le plus élevé jamais enregistré depuis sa création en 1990 (Ben Hassen et El Bilali 2022). L'indice s'est maintenu à un niveau quasiment identique durant le mois d'avril 2022 avant de diminuer graduellement à partir de mai 2022 suite à la reprise partielle des exportations ukrainiennes. Cependant, les prix des huiles végétales ont continué à croître durant le mois de mai. L'huile de tournesol, qui a été la plus impactée, a ainsi vu son prix croître de 40 % entre les mois de février et mai 2022.

## **2.2 Une instabilité observée des prix de l'énergie et des carburants amorçant les prémices d'une crise énergétique au sein de l'UE**

La Russie étant un fournisseur mondial d'énergie fossile, en particulier de pétrole et de gaz, le début de la guerre russo-ukrainienne a inévitablement entraîné une crise de l'énergie au sein de l'UE.

Tout comme pour les denrées alimentaires, le prix des énergies avait déjà amorcé une tendance croissante depuis la seconde moitié de 2021, à la suite de la reprise brusque de l'activité économique au niveau mondial engendrée par

la levée de la majeure partie des mesures restrictives liées à la Covid-19. De plus, face au conflit russo-ukrainien, les institutions européennes ont mis en place des sanctions économiques à l'encontre de la Russie, telles que la suppression quasi complète des exportations russes de pétrole au sein de l'UE. Ces sanctions n'ont alors fait qu'amplifier cet effet, le transformant en véritable crise de l'énergie au sein de l'UE. Cette crise se caractérise d'abord par un risque accru de coupure des approvisionnements qui se double d'une hausse de prix, en particulier pour les énergies fossiles.

Or, si l'on observe la situation énergétique de l'UE avant le début du conflit russo-ukrainien, il apparaît que la Russie en était le premier fournisseur de gaz naturel et le deuxième en ce qui concerne le pétrole. Ainsi, 40 % du gaz naturel et 20 % du pétrole importés par l'UE étaient d'origine russe (Sénat 2022). De plus, le pétrole et le gaz naturel constituent tous deux des sources d'énergie primordiales pour l'UE, puisqu'à elles deux, elles représentent 58 % de son bouquet énergétique (36 % pour le pétrole et 22 % pour le gaz naturel, Olivier 2022).

Or, face au soutien de l'UE à l'Ukraine, la Russie a mis en place plusieurs mesures de représailles, parmi lesquelles des coupures ponctuelles des livraisons de gaz naturel. Il faut rappeler que 90 % du gaz naturel russe est produit par le monopole public Gazprom. De leur côté, les institutions européennes ont approuvé, le 30 mai 2022, la mise en place d'un embargo sur le pétrole russe, applicable dès le 5 décembre 2022 (Conseil de l'UE 2022). Ce sont ainsi 90 % des exportations de pétrole en provenance de Russie qui ont été supprimées avant la fin de l'année 2022.

Ces différentes décisions n'ont fait qu'accroître la montée des prix de l'énergie, ainsi que le risque d'une pénurie de cette dernière au sein de l'UE.

Cette hausse des prix de l'énergie représente un coût important pour tous les types d'agent, à la fois les ménages, mais aussi les producteurs agricoles et industriels. En effet, les agriculteurs européens, qui avaient accru leurs semis d'oléagineux en mars, à la suite des hausses des prix de ces derniers, ont dû faire face à la hausse du prix de l'énergie ainsi que des engrais, ce qui a impacté leurs profits lors de la récolte estivale.

### **2.3 Les répercussions de la crise géopolitique et de la crise énergétique sur le prix des intrants**

Comme nous l'avons déjà mentionné, la Russie possède de grandes réserves de gaz naturel, lui offrant une position privilégiée en tant que producteur et exportateur mondial de fertilisants. Elle produit, en effet, des engrais NPK, à base d'azote, de potassium et de phosphore, qui sont parmi les éléments les plus nécessaires et les plus utilisés dans le cadre de la production agricole. La Russie est ainsi le premier exportateur mondial d'engrais riches en azote et le deuxième en ce qui concerne les fertilisants à base de phosphore et de potassium (FAO 2022). Or, parmi les différents paquets de sanctions mis en place par l'UE contre la Russie figurent certaines restrictions qui affectent indirectement les importations européennes d'engrais en provenance de Russie, et ce, depuis le 8 avril 2022 (Conseil de l'UE 2022, AMIS 2022). La Russie a, de plus, elle-même décidé d'imposer ses propres restrictions à l'exportation de ses engrais (Glauben et al. 2022). En outre, et comme mentionné auparavant, la Russie fournit environ 40 % du gaz naturel importé dans l'UE (Sénat 2022). Les arrêts ponctuels de livraisons de gaz russe posent alors un problème pour la production domestique européenne de fertilisants qui en dépend fortement.

Bien sûr, tous ces éléments ont constitué des tensions à la hausse pour les prix des différents engrais, mais celles-ci existaient déjà avant le conflit russo-ukrainien. Le gaz naturel étant la principale matière première utilisée pour la fabrication des engrais, l'augmentation de son prix avait, dès 2021, entraîné les prix des fertilisants à la hausse. Ces derniers ont en effet vu leur prix croître de 80 % en 2021 (World Bank 2022). Le déclenchement de l'invasion en Ukraine a accéléré cette tendance à la hausse en même temps qu'elle a créé un risque de rupture de stock des engrais. L'indice FAO des fertilisants a ainsi augmenté de 10 % entre le dernier trimestre de 2021 et le premier trimestre de 2022, atteignant même son niveau le plus élevé jamais observé depuis sa création (World Bank 2022).

Les agriculteurs européens, et plus généralement les exploitants mondiaux, ont ainsi dû faire face à une augmentation de leurs coûts de production, induite à la fois par une montée des prix des intrants, notamment des fertilisants, et de l'énergie. Cet élément est l'un des facteurs expliquant la hausse des prix des denrées ali-

mentaires, dans la mesure où les agriculteurs ont répercuté la hausse des coûts de production subis sur le prix de leurs récoltes. Une hausse des prix des intrants peut donc représenter un risque quant à la sécurité alimentaire des individus.

## **3. Les tentatives de réponses européennes aux conséquences du conflit en Ukraine**

L'impact du conflit russo-ukrainien sur le marché agricole européen appelle à une intervention des institutions européennes, à la fois sur leurs propres politiques, telles que la PAC ou la politique européenne de l'énergie, mais aussi à un niveau international, pour faire face aux risques de famine dans les pays les plus vulnérables.

### **3.1 L'initiative FARM comme réponse aux menaces de la guerre en Ukraine sur la sécurité alimentaire**

La hausse des prix des aliments, et en particulier des huiles végétales, représente un risque concret pour la sécurité des populations à travers le monde. L'alimentation étant un besoin de base pour la survie, la demande pour les produits agricoles de première nécessité comme les huiles végétales tend à être peu élastique face à des variations de prix. Or, selon la Banque mondiale, chaque point de pourcentage gagné par les prix mondiaux des aliments représente 10 millions de personnes de plus confrontées à une pauvreté extrême (World Bank 2022). En outre, les populations à travers le monde font aussi face à un risque accru de malnutrition, en particulier celles de pays importateurs comme certains pays d'Afrique. Selon l'Organisation des Nations unies (ONU), ce sont 13 millions de personnes en plus à travers le monde qui pourraient faire face à une situation de famine suite à la guerre en Europe (Palluet 2022).

Ce risque de famine est d'autant plus alarmant que la pandémie de coronavirus avait déjà accentué la faim dans le monde. Si l'UE est relativement peu menacée par ces dangers, car elle est excédentaire, elle est tout de même fortement dépendante des engrais et de l'énergie importés jusqu'à présent de Russie.

Afin de limiter l'impact de la guerre en Ukraine sur la sécurité alimentaire, éviter une crise alimentaire mondiale et apporter un soutien aux pays les plus fragiles (ex : l'Éthiopie, le Liban, l'Égypte ou la Libye, car très dépendants des importations agricoles), le dispositif de solidari-

---

té temporaire FARM a été annoncé le 24 mars 2022 lors du G7 et des sommets européens.

Cette initiative internationale et pilotée par l'UE, soutenue par la FAO, le Fonds international de développement agricole (FIDA) et le Programme alimentaire mondial (PAM), repose sur trois piliers. A travers le mécanisme FARM, l'UE souhaite se donner un rôle sur le plan international.

Un premier pilier « commercial » vise à limiter les stocks superflus (c'est-à-dire au-delà des besoins), de lutter contre la spéculation (la majorité des stocks étant détenus par des opérateurs privés voulant maximiser leurs marges, le risque de spéculation est très important selon l'ONG Agrisud International), et de garantir les exportations en luttant contre les barrières commerciales. Les tensions sur le marché agricole seront alors réduites et la transparence accentuée (Palluet 2022).

Le deuxième pilier « solidarité » veut garantir un accès abordable et suffisant, notamment via les stocks, aux produits alimentaires dans les pays les plus impactés. Le soutien à la production en Ukraine par l'approvisionnement du pays en intrants agricoles (semences, énergie, etc.) permettra également de remplir cet objectif.

Ce volet solidarité nécessite cependant de nombreuses négociations et risque d'être complexe à mettre en place. Au-delà du risque du « chacun pour soi », engendrant des tensions (ex : taxes mises en place en Argentine sur les exportations d'huile de soja) et de la difficulté d'intégrer tous les pays à ce dispositif international (ex : réticences de la Chine ou de l'Inde), se pose la question de la logistique.

Le dernier pilier « production » souhaite renforcer la productivité agricole, particulièrement dans les pays les plus vulnérables aux pénuries alimentaires, en favorisant les investissements dans ces régions. Néanmoins, les objectifs environnementaux et de durabilité ne doivent pas être oubliés.

### **3.2 La PAC 2021-2027 : un arbitrage entre sécurité alimentaire et enjeux environnementaux**

La guerre en Ukraine ainsi que ses conséquences, à la fois sur l'approvisionnement européen en denrées alimentaires et sur le prix de celles-ci, ont entravé la mise en place de la nouvelle PAC. En effet, dans la lignée du Pacte vert européen (« *Green Deal* »), la PAC 2021-2027,

qui ne sera appliquée qu'en 2023, met l'accent sur les objectifs environnementaux de l'UE. Elle aspire, notamment, à la modernisation durable de l'agriculture, à la protection de la biodiversité et à la lutte contre le dérèglement climatique.

Fortement reliée à la PAC, a été adoptée en mai 2020, par la Commission européenne, la stratégie « de la ferme à la table ». Cette dernière fixe des objectifs en matière d'environnement à l'horizon 2030, non contraignants, car ils ne sont pas encore retranscrits dans une directive. La promotion de l'agriculture biologique (de 8,5 % en 2019 à 25 % des terres cultivées en 2030), la diminution de l'utilisation des pesticides et autres produits phytosanitaires (réduction de 50 %) ou l'incitation à un régime alimentaire plus sain et qui minimise le gaspillage font partie de cette stratégie. La hausse des prix des engrais, engendrée par le conflit russo-ukrainien, pourrait de plus contribuer à atteindre plus rapidement ces objectifs en incitant les agriculteurs à diminuer leur utilisation de fertilisants.

Les tensions géopolitiques engendrées par la guerre en Ukraine font cependant planer une menace sur la sécurité alimentaire. La PAC, impactant directement la chaîne d'approvisionnement, est particulièrement affectée par les conséquences de cette guerre.

C'est pourquoi un arbitrage entre sécurité alimentaire et enjeux environnementaux doit être fait<sup>2</sup>. Alors que l'instauration de la stratégie « de la ferme à la table » et du volet environnemental de la PAC 2021-2027 pourrait engendrer une diminution dans le court terme de la production agricole de l'ordre de 5 à 15 % selon les secteurs (COM 2021), il faudrait « *revoir les objectifs, car, en aucun cas, l'Europe ne peut se permettre de produire moins* », d'après le président Macron (Fay 2022).

La sécurité alimentaire est ainsi devenue un objectif prioritaire de l'UE, notamment du fait de son rôle non négligeable sur la stabilité politique et sociale, en Europe et dans le monde. Les mesures en faveur de l'environnement ont donc été revues à la baisse (ex : remise en culture des

---

<sup>2</sup> Pour plus d'informations, voir la [proposition de Directive du Parlement européen et du Conseil](#), modifiant la directive (UE) 2018/2001 du Parlement européen et du Conseil, le règlement (UE) 2018/1999 du Parlement européen et du Conseil et la directive 98/70/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la promotion de l'énergie produite à partir de sources renouvelables, et abrogeant la directive (UE) 2015/652 du Conseil.

terres en jachère) ou repoussées à plus tard (ex : réglementation sur les pesticides).

Les conséquences sur le long terme de ces décisions ne doivent cependant pas être négligées. En effet, même si la production est stimulée à court terme, la capacité productive à long terme risque d'être compromise par la dégradation de l'environnement et l'épuisement des sols par exemple.

### 3.3 La politique européenne de l'énergie : un soutien aux énergies renouvelables en faveur de l'indépendance énergétique européenne

Face aux mesures de représailles mises en place par la Russie contre l'UE, les institutions européennes ont dû rapidement adapter la politique européenne de l'énergie afin de faire face au mieux à la crise énergétique et aux risques de pénurie.

Dans ce cadre, la Commission européenne a proposé le 18 mai 2022 le plan RePowerEU. Cette mesure vise notamment à réduire la dépendance de l'UE, tout en accélérant la transition énergétique de l'UE. Ce plan se présente ainsi en trois axes.

Le premier, la diversification, a, comme son nom l'indique, pour but de trouver d'autres sources d'approvisionnement en diversifiant les fournisseurs d'énergie de l'UE. Afin d'atteindre cet objectif de diversification, l'UE a déjà mis en place des partenariats avec les États-Unis, Israël ou encore l'Égypte pour des livraisons de gaz. Cependant, cette diversification implique d'importants besoins d'investissements en infrastructures.

Le deuxième axe, l'efficacité énergétique, vise à éviter les gaspillages et à prôner la sobriété énergétique en incitant à réduire la consommation européenne globale d'énergie. La Commission européenne a ainsi proposé de relever à 13 % l'objectif de réduction de la consommation d'énergie pris en compte par le plan « *Fit for 55* »<sup>3</sup> qui était originellement fixé à 9 %.

Enfin, le troisième axe vise à augmenter la part des énergies renouvelables produites et consommées au sein de l'UE. En effet, les énergies renouvelables offrent plusieurs avantages : elles sont devenues les moins chères, peuvent être produites sur le sol européen et sont beaucoup plus propres et moins polluantes que les com-

bustibles fossiles. Une hausse de la production de celles-ci doit donc permettre d'accroître l'indépendance énergétique de l'UE, mais aussi de réduire la quantité de gaz à effet de serre émise par l'UE. Dans ce cadre, la Commission a présenté un relèvement à 45 % de l'objectif initial de 40 % posé par « *Fit for 55* » en ce qui concerne la part des énergies renouvelables dans le bouquet énergétique total de l'UE à l'horizon 2030. Une telle cible permettrait, entre autres, de réduire la consommation de gaz de 9 milliards de mètres cubes par an.

De plus, et face aux annonces de la Russie de couper une partie de ses livraisons de gaz via le gazoduc Nord Stream à partir de juillet 2022, les institutions européennes ont approuvé l'objectif de réduire de 15 % la consommation européenne de gaz entre août 2022 et mars 2023. Intégré au plan RePowerEU, ce nouvel objectif devait permettre d'éviter au maximum les gaspillages de gaz afin de permettre à l'UE de préparer ses stocks face à l'hiver 2022. Cet objectif non restrictif de 15 % aurait pu néanmoins devenir obligatoire si le risque d'une pénurie hivernale de gaz naturel était devenu trop important.

Le plan RePowerEU représente à lui seul un investissement de 210 milliards d'euros d'ici à 2027 (COM 2022). La Commission européenne compte, entre autres, sur les économies sur les importations d'origine russe ainsi que sur les fonds déployés par NextGenerationEU pour le financer. L'idée de puiser dans les fonds de la politique agricole commune (jusqu'à 12,5 %) ainsi que dans ceux de la politique européenne de cohésion (jusqu'à 7 %) a aussi été évoquée (Olivier 2022).

Au 31 janvier 2023, soit un mois avant la date butoir pour atteindre l'objectif de la réduction de la consommation de gaz européenne de 15 %, la demande de l'UE en matière de gaz naturel a diminué de 10 % par rapport à la moyenne de 2019 à 2021 (McWilliams et Zachmann 2023). Au total, ce sont 10 pays membres de l'UE qui ont atteint la cible de 15 % de réduction de la consommation de gaz (ex : Finlande, Lituanie). De plus, le rôle de l'énergie solaire et éolienne n'a jamais été aussi important au sein du bouquet énergétique européen qu'en 2022 (22 %, Jones 2023), dépassant même les parts du charbon (16 %) et du gaz naturel (20 %).

Nous constatons donc que la guerre entre l'Ukraine et la Russie a poussé les institutions européennes à revoir à la hausse leurs ambitions

<sup>3</sup> Paquet de propositions ayant pour objectif de permettre une réduction d'au moins 55 % des émissions de l'UE d'ici à 2030. Voir « [Fit for 55](#) », Conseil européen et Conseil de l'UE.

---

en matière de transition énergétique ainsi que d'objectifs environnementaux.

## Conclusion

L'invasion russe du 24 février 2022 et la guerre en Ukraine qui en a découlé ont eu un fort impact sur le marché ukrainien, et plus globalement européen, des oléagineux.

A cause du déclin de la production ukrainienne et des difficultés logistiques entravant les exportations, l'UE a connu des perturbations des chaînes d'approvisionnement, notamment concernant l'huile de tournesol.

Ce choc d'offre négatif a alors eu un impact sur les prix qui ont augmenté. Ces pressions inflationnistes ne font pas seulement planer davantage la menace d'importantes crises alimentaires et de pénuries, mais sont aussi le résultat de la crise énergétique.

Face à ces bouleversements entraînés par le conflit russo-ukrainien, les politiques européennes ont dû s'adapter. La PAC et la politique européenne de l'énergie ont ainsi été retravaillées, afin de faire prévaloir davantage les objectifs de sécurité alimentaire et d'indépendance énergétique. Dans le cas de la PAC, cela a signifié mettre en retrait les objectifs en matière de développement durable qu'elle devait originellement porter. Au contraire, pour la politique européenne de l'énergie, une plus grande place a été accordée aux énergies renouvelables dans le but d'accroître l'indépendance énergétique de l'UE. Finalement, l'UE pilote le nouveau dispositif de solidarité internationale FARM, qui a pour but d'éviter le scénario catastrophe d'une crise alimentaire mondiale et de soutenir les pays les plus fragiles face à ce risque.

\*\*\*

**Remerciements :** Nous tenons à remercier Damien Broussolle et Emilien Veron pour leurs précieuses suggestions, leurs commentaires et leurs critiques qui ont contribué à améliorer cet article. Les éventuelles erreurs et insuffisances qui pourraient subsister restent bien sûr de notre entière responsabilité en tant qu'auteurs.

## Références bibliographiques :

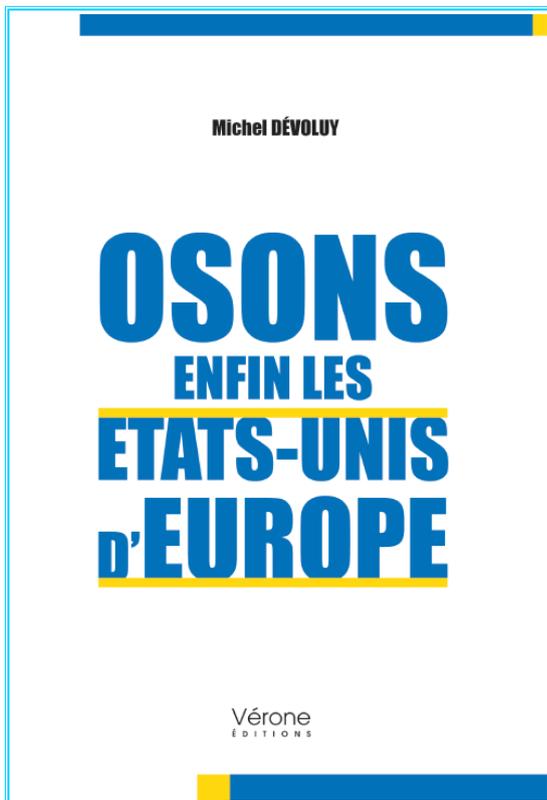
- AgFlow (2022), « [Ukraine to Lower Sunseeds Output by 42 %](#) », 5 octobre 2022.
- AMIS (2022), *Market Monitor No. 105*, Agricultural Market Information System, Février 2023.
- Ben Hassen T. et El Bilali H. (2022), « [Impacts of the Russia-Ukraine War on Global Food Security: Towards More Sustainable and Resilient Food Systems ?](#) », *Foods* 2022, 11(15), 2301.
- Bourgeois A. et Lafrogne-Joussier R. (2022), « [La flambée des prix de l'énergie : un effet sur l'inflation réduit de moitié par le "bouclier tarifaire"](#) », Insee, 1 septembre 2022.
- Cler K. (2022), « [Guerre en Ukraine : Les surfaces de tournesol reculeraient de 35 %](#) », *La Depeche*, 8 avril 2022.
- COM (2022), « [EU Oilseeds and protein crops Trade 2021/22 Marketing Years July-May](#) », Commission européenne, 25 novembre 2022.
- COM (2022), « [REPowerEU : Un plan visant à réduire rapidement la dépendance à l'égard des combustibles fossiles russes et à accélérer la transition écologique](#) », Commission européenne, 18 mai 2022.
- Conseil de l'UE (2023), « [Le point sur les sanctions de l'UE contre la Russie](#) », 7 février 2023.
- Dai M., Maddi A. et Monsch C. (2022), « [Les perspectives d'évolution de la PAC dans les années 2020](#) », *Bulletin de l'Observatoire des Politiques Économiques en Europe*, vol. 46, 55-68, Été 2022 : Spécial « 50 ans du BETA ». ».
- FAO (2022), « [Impact du conflit russo-ukrainien sur la sécurité alimentaire mondiale et questions connexes relevant du mandat des Nations Unies pour l'alimentation et l'agriculture](#) », 13-17 juin 2022.
- FAO (2022), « [The importance of Ukraine and the Russian Federation for global agricultural markets and the risks associated with the war in Ukraine](#) », 10 Juin 2022.
- FAO (2022), « [Ukraine: FAO, Canada, join forces to adress grain storage deficit](#) », 2 août 2022.
- Fay S. (2022), « [La guerre en Ukraine remet en question la politique agricole](#) », France Inter, 22 mars 2022.
- Glauben, T., Svanidze, M., Götz, L. et al. (2022), « [The War in Ukraine, Agricultural Trade and Risks to Global Food Security](#) », *Intereconomics* 57, 157-163.
- Glauber J., Laborde D. et Mamun A. (2022), « [From Bad to Worse: How Russia-Ukraine War-Related Export Restrictions Exacerbate Global Food Insecurity](#) », IFPRI, 13 avril 2022.
- Jones D. (2023), « [European Electricity Review 2023](#) », Ember, 31 janvier 2023.

- Levasseur S. (2022), « [L'agriculture ukrainienne sous tension](#) », *Sciences Po OFCE Working Paper*, n° 10/2022.
- McWilliams B. et Zachmann G. (2023), « [European natural gas demand tracker](#) », Bruegel, 8 février 2023.
- Mehr M. (2022), « [Hausse des prix : les Français se ruent sur l'huile et la farine, les ventes explosent de plus de 50 % en ce début avril 2022](#) », *L'indépendant*, 15 avril 2022.
- Olivier A. (2022), « [L'énergie dans l'Union européenne](#) », *Toute l'Europe*, 15 novembre 2022.
- Olivier A. (2022), « [REPowerEU : comment l'Union européenne veut sortir de sa dépendance aux énergies fossiles russes](#) », *Toute l'Europe*, 24 juin 2022.
- Palluet A. (2022), « [Guerre en Ukraine : pour répondre à la crise agricole, la France et l'UE portent le projet FARM](#) », *Toute l'Europe*, 3 mai 2022.
- Pearce N. (2021), « [Farmers faced drought and other challenges in 2021](#) », *The StarPhoenix*, 31 décembre 2021.
- Sénat (2022), « [Union européenne – Russie : quelles relations ?](#) », *Sénat - Rapport d'information*, 27 novembre 2022.
- Transitions et Energies (2022), « [La Russie est le deuxième producteur mondial de pétrole et de gaz](#) », 22 février 2022.
- USDA. (2022), « [Biofuels Annual](#) », 13 juillet 2022.
- Vie Publique (2022), « [Sécurité énergétique de l'UE : comment faire face aux coupures des livraisons de gaz russe ?](#) », 29 juillet 2022.
- World Bank (2022), « [Commodity Markets Outlook: The Impact of the War in Ukraine on Commodity Markets](#) », 22 avril 2022.
- World Bank (2022), « [Remarks by World Bank Group President David Malpass to the U.S. Treasury's Event on "Tackling Food Insecurity: The Challenge and Call to Action"](#) », 29 avril 2022.

---

## Osons enfin les États-Unis d'Europe

Michel Dévoluy\*



Un court essai publié par Michel Dévoluy en mai 2019 (éditions Véronne) défend la nécessité d'aller avec détermination vers les États-Unis d'Europe pour la zone euro. Nous reprenons ici le texte de la 4<sup>e</sup> de couverture. Inachevée et privée de souveraineté politique, l'Union

européenne est dans l'incapacité de déployer ses forces au bénéfice de ses citoyens et de ses États membres. Or, l'Union possède la bonne dimension pour se défendre contre la mondialisation débridée et répondre aux grands défis contemporains. L'urgence appelle les États-Unis d'Europe.

Ce livre prend acte des apports de l'Union, mais il critique son architecture institutionnelle et sa doctrine économique trop libérale. Il combat les dangereuses chimères des replis nationaux et démontre le besoin d'une Europe résolument fédérale pour la zone euro. L'auteur nous invite à regarder l'avenir en face, en pensant aux générations futures. Seuls les États-Unis d'Europe offriront aux Européens du XXI<sup>e</sup> siècle un espace politique autonome, puissant, respecté et protecteur. L'identité européenne viendra alors s'ajouter aux identités nationales.

Essai (broché) paru chez Éditions Véronne le 1<sup>er</sup> mai 2019, grand format, 68 pages.

ISBN : 979-10-284-0851-0

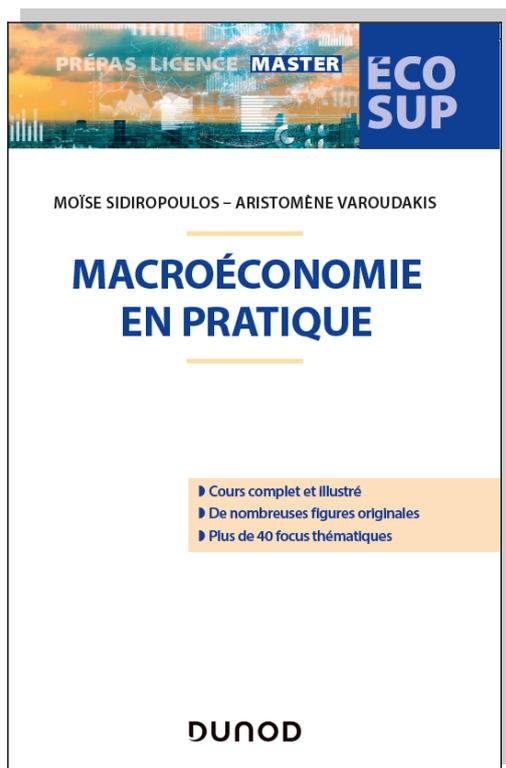
Prix : 11 euros

---

\* Professeur Honoraire à l'Université de Strasbourg, France.

## Macroéconomie en pratique

Moïse Sidiropoulos\*, Aristomène Varoudakis#



Cet ouvrage présente les grands concepts et mécanismes de la macroéconomie en alliant la théorie à l'étude des faits, et en analysant les implications des réalités observées pour la politique macroéconomique. Pour cela, plus de 40 études de cas sont présentées sous forme de focus thématiques.

Tout en privilégiant les analyses non formalisées et les outils graphiques, la macroéconomie est ici abordée dans sa complexité actuelle, issue des bouleversements économiques profonds qu'ont entraînés les crises récentes. Les chapitres couvrent un vaste champ d'analyse et s'organisent autour:

- d'un cours structuré, assorti de focus thématiques et de nombreuses figures;
- d'une rubrique L'essentiel pour retenir rapidement les points clés du chapitre;
- de questions de révision pour s'évaluer.

Éditeur : Dunod  
Deuxième édition  
Date de parution : 03/05/2023  
Collection Eco sup – Etude (broché)  
ISBN : 2100793721  
Nombre de pages 271  
Format : Grand Format  
Prix : 19,90€ (papier), 14,90€ (ebook).

Voir pour une note de lecture :

<http://opee.unistra.fr/spip.php?article397>

\* Université de Strasbourg, CNRS, BETA UMR 7522, F-67000 Strasbourg, France.

# Université de Strasbourg, LaRGE, Institut d'études politiques, Strasbourg, France.

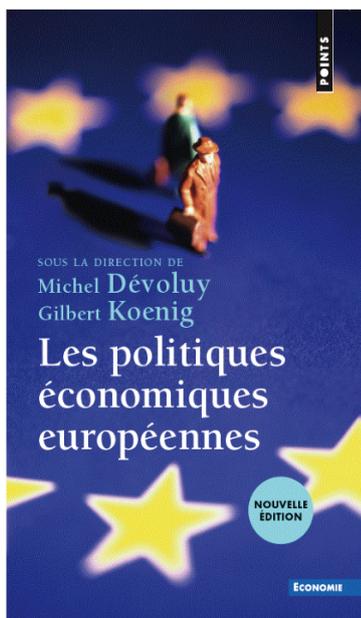
---

## Les ouvrages collectifs publiés par l'OPEE

### Les politiques économiques européennes

Sous la direction de Michel Dévoluy et Gilbert Koenig, 2<sup>e</sup> édition, Éditions du Seuil, 2015.

Ce livre couvre tous les champs de la politique économique européenne (budget, monnaie, emploi, agriculture, industrie, élargissement, coopération internationale, etc.). Pour chaque politique, il décrit ses fondements, ses résultats, ses problèmes et ses perspectives.



Ouvrage de référence complet et accessible à un large public, il concerne aussi bien les étudiants que les citoyens soucieux de comprendre vraiment des politiques qui, plus que jamais, se trouvent au cœur des plus vifs débats.

Cette nouvelle édition est très largement refondue pour tenir compte des bouleversements institutionnels et politiques survenus après l'échec du projet de Constitution européenne (2005) et depuis la crise financière de 2008.

Les auteurs sont des enseignants-chercheurs de l'université de Strasbourg. Ils sont membres de l'Observatoire des politiques économiques en Europe (OPEE) qui est rattaché au Bureau d'économie théorique et appliquée (BETA). L'ouvrage est dirigé par Michel Dévoluy et Gilbert Koenig, tous deux professeurs émérites à l'université de Strasbourg.

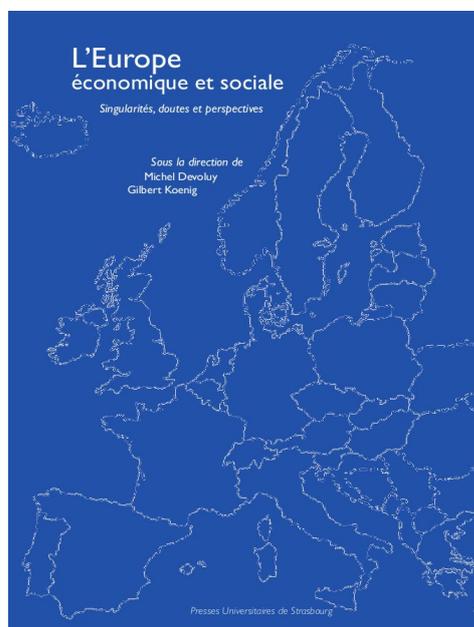
[www.lecerclepoints.com](http://www.lecerclepoints.com)

**Couverture :** © John Foxx/Getty Images  
Éditions Points, 25 bd Romain-Rolland, Paris 14. ISBN 978.2.7578.5041.1/Imp. en France 01.15 – 10,50€

### L'Europe économique et sociale : Singularités, doutes et perspectives

Sous la direction de Michel Dévoluy et Gilbert Koenig, Presses Universitaires de Strasbourg, 2011.

L'évolution future du système européen peut se placer dans la continuité sous réserve de quelques réformes destinée à améliorer la gestion des crises économiques et de rassurer les marchés financiers. Elle peut également se réaliser à la faveur de changements plus profonds qui permettraient notamment de rapprocher le



système de la conception des pères de l'Europe. L'analyse de l'orientation actuelle du système économique et social européen permet d'évaluer le bien fondé d'une telle conception. De plus, elle lève certaines ambiguïtés, notam-

ment celle qui porte sur la relation entre l'économique et le social. Enfin, en évaluant les performances du système et sa gestion de la crise économique de 2008-2009, elle permet de comprendre les inquiétudes que suscite son fonctionnement.

Le système économique et social européen suscite des interrogations et des doutes qui résultent surtout des ambiguïtés qui pèsent sur la nature de ses objectifs et sur sa finalité. Ces ambiguïtés ont émaillé toute l'histoire du développement du projet européen qui est traversée par des tensions entre l'intergouvernemental et le fédéral, par des rivalités entre les approches libérales et interventionnistes et par des oppositions entre l'Europe des élites et l'Europe des peuples. Ces conflits résultent essentiellement des difficultés à trouver une voie satisfaisante pour assurer l'intégration européenne. Jean Monnet a joué un rôle particulièrement important dans cette recherche en essayant de faire passer dans les idées et les faits sa conception de l'intégration européenne par la voie économique. On peut voir une application de cette conception dans la création d'une union monétaire européenne.

Éditeur : Presses universitaires de Strasbourg

Support : Livre broché, 24€

Nb de pages : 320 p.

ISBN-10 : 2-86820-476-7

ISBN-13 : 978-2-86820-476-9

GTIN13 (EAN13) : 9782868204769

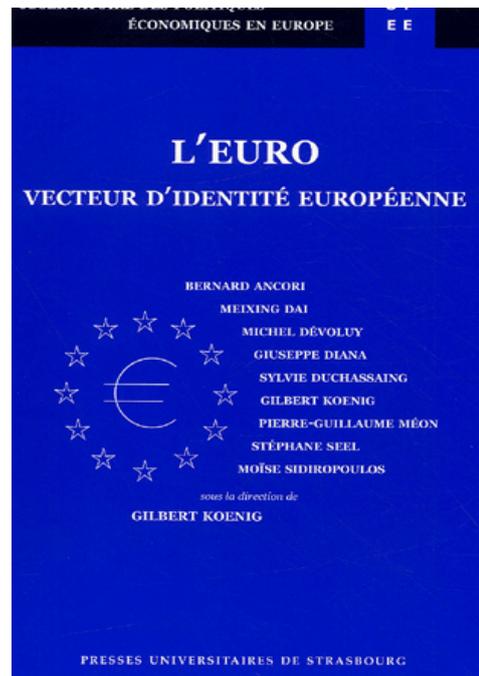
## L'Euro, vecteur d'identité européenne

Sous la direction de Gilbert Koenig, Presses Universitaires de Strasbourg, 2002.

L'euro peut s'imposer durablement dans l'espace européen non seulement à cause de ses avantages économiques, mais aussi grâce à sa capacité de susciter un sentiment d'appartenance à cet espace.

Cet ouvrage se propose d'étudier dans une perspective historique et économique, comment l'instauration de l'euro peut contribuer au déve-

loppement d'un tel sentiment. En tant que monnaie commune à plusieurs pays, l'euro établit des liens sociaux, économiques et juridiques entre les Européens, ce qui suscite un sentiment d'attachement à une communauté. De plus, il délimite l'espace européen vis-à-vis du reste du monde, ce qui favorise l'affirmation d'une appartenance des citoyens à l'Europe par rapport à l'extérieur.



Cette affirmation se traduit notamment par une volonté de détenir une monnaie forte et susceptible de jouer un rôle important dans le système monétaire international. En tant que facteur d'intégration, l'euro façonne une organisation économique, politique et sociale à laquelle les Européens peuvent s'identifier. Ce rôle s'exerce essentiellement par l'intermédiaire de la Banque centrale européenne qui gère la monnaie commune, de l'agencement des politiques macro-économiques que celle-ci engendre et des relations de travail qui s'établissent dans l'union monétaire.

Éditeur : Presses universitaires de Strasbourg

Support : Livre broché, 22€

Nb de pages : 336 p.

ISBN-10 : 2-86820-201-2

ISBN-13 : 978-2-86820-201-7

---

## Appel à contributions pour le Bulletin

Le Bulletin de l'OPEE qui est répertorié dans la base bibliographique RePEc fait appel à des contributions. Des propositions d'articles portant sur la construction de l'Union européenne et ses politiques économiques et sociales sont les bienvenues. Ces articles, précédés d'un bref résumé (destiné à introduire l'article dans le bulletin), ne doivent pas dépasser, sauf exception, 6 000 mots. Les auteurs seront informés rapidement de la décision prise par le Comité de rédaction sur leurs propositions. Pour savoir plus de détails et soumettre une contribution, visitez le [site de l'OPEE](#).

### OBSERVATOIRE DES POLITIQUES ECONOMIQUES EN EUROPE

**Pôle européen de gestion et d'économie (PEGE), 61 avenue de la Forêt Noire, 67085 Strasbourg**

**Site Internet :** <http://opee.unistra.fr>

**Comité de pilotage de l'OPEE :** Meixing Dai (co-directeur), Gilbert Koenig (co-directeur), Damien Broussolle, Phu Nguyen-Van et Eric Rugraff.

**Rédacteur en chef et directeur de la publication :** Meixing Dai.

**Éditeurs :** Thierry Betti, Phu Nguyen-Van et Irem Zeyneloglu.

**Numéro ISSN :** 1298-1184

**Les auteurs ayant contribué à ce numéro :** Zehra Yeşim Gürbüz, Université Galatasaray – Gilbert Koenig, Université de Strasbourg (BETA) – Miguel Tejada Iraizoz, Energy Sustainability & Market, Colombie – Anissa Maddi, Université de Strasbourg (Master 2 MPE) – Clarisse Monsch, Université de Strasbourg (Master 2 MPE) – Philipp Roderweis, Université Sorbonne Paris Nord – Gervasio Semedo, Université de Tours et Université d'Orléans (LEO) – Tobignaré Yabré, Université de Strasbourg (BETA) et CNRS.

**Conception graphique :** Pierre Roesch.

**Édition et mise en ligne :** Thierry Betti, Meixing Dai, Phu Nguyen-Van et Irem Zeyneloglu.

Université  
de Strasbourg