

# L'économie européenne 2019

par [Jérôme Creel](#)

L'ouvrage [L'économie européenne 2019](#) dresse le bilan de l'Union européenne (UE) vingt ans après la naissance de l'euro et à quelques semaines de la nouvelle date-butoir du 12 avril 2019 supposée clarifier le scénario, impensable il y a encore quelques années, d'une sortie d'un État membre de l'UE, en l'occurrence le Royaume-Uni. Fêter l'anniversaire de l'euro dans ces conditions n'est donc pas chose aisée, tant les sujets de discorde et d'inquiétude sont nombreux.

L'euro aura vécu une enfance et une adolescence difficile : frappé à moins de dix ans par une crise financière mondiale sans précédent, il a montré très tôt sa résilience grâce aux efforts coordonnés de ses États membres. Les divergences financières entre pays créanciers et débiteurs replongent cependant bien vite la zone euro dans la crise dont elle sort après une surenchère de politiques monétaires expansionnistes et dotée de nouveaux instruments de gouvernance. Ceux-ci restent en cours d'achèvement (l'union bancaire) ou en phase d'extension de leurs prérogatives (le mécanisme européen de stabilité).

Vingt ans après, la zone euro et la gestion de l'euro en particulier ne ressemblent plus vraiment au projet initial et aux prévisions. L'ouvrage revient ainsi sur l'évolution du projet de monnaie unique, rapport officiel après rapport officiel depuis les années 1960 et sur l'influence allemande, notamment dans le domaine monétaire. Ainsi l'euro, largement approuvé par les citoyens européens est-il devenu une monnaie stable qui, en contribuant globalement à la stabilité des prix, a protégé le pouvoir d'achat des Européens. Ce n'est pas une mince réussite.

Cette réussite ne doit pas pour autant masquer les difficultés

à faire émerger des convergences dans de nombreux domaines : structures des marchés du travail, dynamiques industrielles, politiques migratoires, systèmes de retraite, fiscalité des entreprises et adaptation aux défis numériques pour ne citer que ceux auxquels un chapitre est consacré. En l'absence de convergences structurelles entre ses États membres, la protection et le dynamisme attendus de l'appartenance à l'UE et à la zone euro ne semblent pas faire le poids face aux turbulences économiques et financières de l'économie mondiale. Les divergences nourrissent le ressentiment à l'égard du projet d'intégration européenne.

La persistance de spécificités nationales ou régionales rend difficile le renouveau du projet d'UE, dans une phase longue et ardue de sortie de crise économique. L'énergie qu'a dû déployer l'UE pour négocier et préparer le Brexit n'est sans doute pas étrangère au fait que le projet européen semble marquer le pas. Dépasser les divergences économiques et sociales à l'œuvre requerrait des instruments de politique publique plus performants ou nouveaux ; *in fine*, il y faudrait une volonté *politique* partagée qui fait aujourd'hui cruellement défaut.

### **L'économie européenne 2019, sous la direction de Jérôme Creel, *Repères La Découverte***

Disponible sous cairn (abonnés) :  
<https://www.cairn.info/economie-europeenne-2019-9782348041822.htm>

Sommaire :

Introduction, par Jérôme Creel

I/ La genèse de l'euro : retour aux sources, par Sandrine Levasseur.

II/ La Banque centrale européenne au prisme de l'ordolibéralisme, par Marc Deschamps et Fabien Labondance.

III/ Les vingt ans de l'euro : bilan et enjeux futurs, par Christophe Blot, Jérôme Creel et Xavier Ragot.

IV/ Marché(s) du travail : à la recherche du modèle européen, par Eric Heyer et Pierre Madec.

V/ Dynamique et synchronisation des industries manufacturières de l'Union européenne, par Mattia Guerini, Mauro Napoletano et Lionel Nesta.

VI/ Brexit : une sortie impossible ?, par Catherine Mathieu et Henri Sterdyniak.

VII/ Quelle imposition des multinationales en Europe ?, par Guillaume Allègre et Julien Pellefigue.

VIII/ L'Europe des retraites : des réformes sous la pression de populations vieillissantes, par Frédéric Gannon, Gilles Le Garrec et Vincent Touzé

IX/ L'Europe au défi de la nouvelle immigration, par Grégory Verdugo

X/ L'Europe face aux défis numériques, par Cyrielle Gaglio et Sarah Guillou.

---

**Le faucon et la colombe :  
quel impact des décisions de**

# La Fed et de la BCE sur le taux de change euro/dollar ?

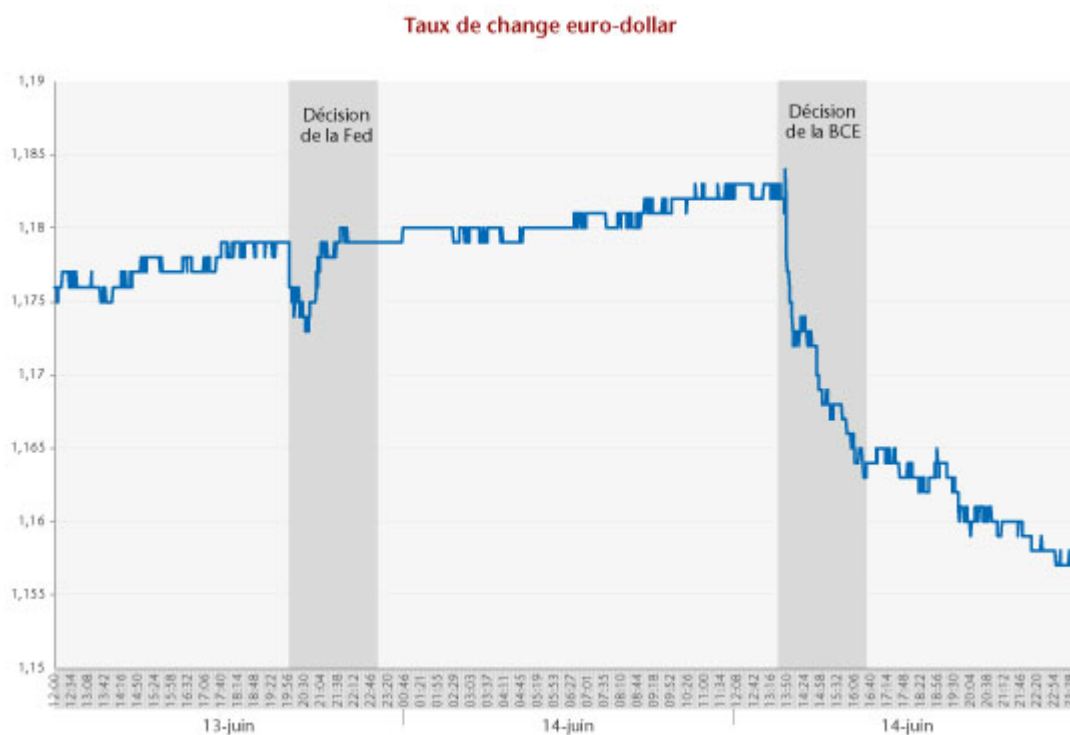
par [Christophe Blot](#), [Paul Hubert](#) et Rémi Odry

Après la décision de hausse des taux d'un quart de point décidé par la [Réserve fédérale](#) mercredi 13 juin, le Conseil des gouverneurs de la [BCE](#) se réunissait le lendemain pour décider de l'orientation de la politique monétaire dans la zone euro. A l'issue de cette réunion, Mario Draghi a tenu une conférence de presse au cours de laquelle il a précisé à quelles échéances cesseraient les achats de titres et à quel horizon les taux seraient augmentés. Le canal du taux de change étant un canal majeur de la transmission de la politique monétaire, il est intéressant d'observer comment les marchés ont réagi à ces deux annonces et s'ils ont accordé une plus grande importance à la décision de la Fed ou à celle de la BCE.

La transmission de la politique monétaire dépend de son impact sur les prix d'actifs. Dans la mesure où le prix de ces variables est déterminé en continu sur les marchés, leur variation au moment de ces décisions permet de mesurer l'effet signal des annonces de politique monétaire. Dans un [article récent](#), nous mesurons la réaction du taux de change euro/dollar le jour des réunions de politique monétaire de la Réserve fédérale et de la BCE. Pour des décisions de la même ampleur, nos résultats suggèrent que les marchés seraient généralement plus réactifs aux annonces de la Fed.

L'actualité de la semaine permet également d'illustrer ces différences de réaction. En effet, en l'espace de 24 heures, la banque centrale américaine s'est plutôt montrée « faucon » tandis que la sensibilité de la BCE apparaît plutôt « colombe »[\[1\]](#). Même si la décision de la Réserve fédérale d'augmenter son taux directeur était anticipée, elle envoie

néanmoins le signal que la normalisation de la politique monétaire américaine devrait être légèrement plus rapide que ce qu'anticipaient les marchés en fin d'année 2017 [21]. Inversement, en donnant des éléments sur la fin du programme d'achat de titres, réduit en volume mais prolongé jusqu'en décembre 2018, et surtout en annonçant que les taux ne seraient pas remontés avant l'été 2019, la BCE indique clairement que la politique monétaire restera très expansionniste sur l'année à venir. Ces deux décisions ont pour conséquence une dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar. De fait, c'est bien ce qui a été observé à la suite de ces deux annonces (graphique).



Source : Boursorama.

Cette fois-ci, les marchés ont accordé plus d'importance à la décision de la BCE qu'à celle de la Réserve fédérale. En effet, sur une fenêtre de 3 heures suivant la publication des décisions, l'euro n'a baissé que faiblement et temporairement après l'annonce de la Réserve fédérale, mais plus fortement et durablement après celle de la BCE. Cette différence s'explique largement par le contenu informationnel des annonces. D'une part, la décision de la Réserve fédérale était largement anticipée et déjà intégrée par les investisseurs sur le marché

des changes. Il n'est donc guère surprenant que la réaction n'ait été qu'éphémère. D'autre part, le signal relatif à l'orientation de la politique monétaire était plus marqué pour la décision de la BCE : la Fed a juste annoncé une hausse d'un quart de point de son taux directeur, alors que la BCE a annoncé que son taux n'augmenterait pas dans les 12 prochains mois. Reste à savoir dans quelle mesure cet effet sera durable. Sur ce point, l'analyse développée dans notre article indique que les chocs de politique monétaire en zone euro auraient un effet plus important que ceux liés à la politique monétaire américaine.

[1] Cette terminologie (« hawkish » versus « dovish ») permet de qualifier l'attitude des banques centrales selon que leur politique monétaire est plutôt restrictive ou accommodante.

[2] Voir [ici](#).

---

# L'économie européenne 2018 : l'hymne aux réformes

par [Jérôme Creel](#)

L'OFCE vient de publier [L'économie européenne 2018](#). L'ouvrage dresse un bilan de l'Union européenne (UE) après une période de fortes tensions politiques mais dans un climat conjoncturel raffermi qui devrait être propice aux réformes, avant que s'enclenche le processus de séparation entre l'UE et le Royaume-Uni.

De très nombreuses questions économiques et politiques

cruciales pour mieux appréhender l'avenir de l'UE sont au sommaire de l'ouvrage : l'histoire de son intégration et les risques de désintégration, l'amélioration récente de sa conjoncture, les enjeux économiques, politiques et financiers du Brexit, l'état de la mobilité du travail en son sein, sa politique climatique, la représentativité de ses institutions européennes, et les réformes de sa gouvernance économique, tant budgétaires que monétaires.

L'année 2018 est une année charnière avant les élections au Parlement européen au printemps 2019 mais aussi avant les vingt ans de l'euro, le 1<sup>er</sup> janvier 2019. La question des performances de l'euro sera centrale. Or, en 2018, la croissance du produit intérieur brut passera enfin bien au-dessus de son niveau d'avant-crise, grâce à la reprise de l'investissement des entreprises et au soutien de la politique monétaire, et désormais sans entrave de la part des politiques budgétaires.

L'année 2018 sera aussi celle du début des négociations sur les relations économiques et financières futures entre le Royaume-Uni et l'UE, après qu'en fin d'année 2017, les deux parties ont su trouver un terrain d'accord sur les modalités de sortie du Royaume-Uni. La croissance retrouvée de l'UE réduira les coûts éventuels du divorce d'avec les Britanniques et pourrait aussi accroître le désintérêt des Européens pour cette question.

Le Brexit aurait pu servir de catalyseur pour réformer l'Europe ; que ses modalités puissent désormais sembler moins cruciales au futur fonctionnement de l'UE ne doit pas retentir sur les réformes dont a besoin l'UE, en les faisant apparaître comme superflues. Dans les domaines politiques et monétaires, le besoin est grand de renforcer la représentativité démocratique des institutions (parlement, banque centrale) et d'assurer la légitimité de l'euro. Dans le domaine budgétaire comme dans celui des migrations, l'expérience passée a

démontré la nécessité de disposer d'outils coordonnés pour mieux gérer les crises économiques et financières futures.

Il y a donc urgence à revitaliser un projet vieux de plus de soixante ans qui a su assurer la paix et la prospérité en Europe mais qui manque de souplesse face aux imprévus (les crises), qui manque de souffle face aux impératifs de la transition écologique, et qui manque singulièrement de créativité pour renforcer les convergences en son sein.

---

## **Que sait-on de la fin des unions monétaires ?**

par [Christophe Blot](#) et [Francesco Saraceno](#)

Les résultats des élections européennes ont été marqués par une forte abstention et par un soutien croissant aux partis eurosceptiques. Ces deux éléments reflètent un mouvement de défiance vis-à-vis des institutions européennes, dont témoignent également les enquêtes de confiance et l'amplification du débat sur le retour aux monnaies nationales. La controverse sur la sortie de la zone euro d'un pays ou sur l'éclatement de l'union monétaire est née de la crise grecque en 2010. Elle s'est ensuite largement accentuée tandis que la zone euro s'enfonçait dans la crise. La question de la sortie de l'euro n'est donc plus un tabou. Si l'expérience de la création de l'euro fut un événement inédit dans l'histoire monétaire, celle d'un éclatement le serait tout autant. En effet, une analyse des précédents historiques en la matière montre qu'ils ne peuvent servir de point de comparaison pour la zone euro.

Bien que l'histoire des unions monétaires offre apparemment de



nombreux exemples de scission, peu sont comparables à l'Union monétaire européenne. Entre 1865 et 1927, l'Union monétaire latine posait bien les jalons d'une coopération monétaire étroite entre ses Etats membres. Cet arrangement monétaire s'est développé dans le cadre d'un régime d'étalon métallique instituant un principe d'uniformisation monétaire et une garantie que les monnaies battues par chacun des Etats membres pourraient circuler librement au sein de l'espace monétaire. En l'absence d'une monnaie unique créée *ex-nihilo* comme l'est aujourd'hui l'euro, la dissolution de l'Union intervenue en 1927 a peu d'intérêt dans le débat actuel. De fait, les spécialistes des unions monétaires qualifient plutôt ce type d'expérience « d'aires de standards communs ». Une étude d'Andrew Rose (voir [ici](#)) de 2007 fait état de 69 cas de sortie d'union monétaire depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale laissant penser que l'éclatement de la zone euro n'aurait rien d'unique. Pourtant, l'échantillon de pays ayant quitté une union monétaire ne permet pas vraiment de tirer des enseignements probants. Un nombre élevé de ces cas concerne des pays ayant acquis leur indépendance politique dans le cadre du processus de décolonisation. Il s'agit par ailleurs de petites économies en développement dont les situations macroéconomique et financière sont très différentes de celles de la France ou de la Grèce en 2014. Les expériences plus récentes d'éclatement de la zone rouble – après l'effondrement de l'URSS –, ou de la Yougoslavie, ont concerné des économies peu ouvertes commercialement et financièrement sur le reste du monde. Dans ces conditions, les conséquences sur la compétitivité ou sur la stabilité financière d'un retour aux monnaies nationales, et des éventuels ajustements de taux de change qui suivent, sont sans commune mesure avec ce qui se produirait dans le cas d'un retour au franc, à la peseta ou à la lire. La séparation peu troublée de la République tchèque et de la Slovaquie en 1993 portait également sur des économies encore peu ouvertes. Finalement, l'expérience la plus proche de celle de l'UEM est très certainement l'Union austro-hongroise, créée entre 1867 et 1918, puisqu'on y retrouve une

banque centrale commune chargée de contrôler la monnaie mais pas d'union budgétaire<sup>[1]</sup>, chaque Etat disposant pleinement de ses prérogatives budgétaires sauf pour ce qui concerne les dépenses militaires et celles afférentes à la politique étrangère. Il faut ajouter que l'Union en tant que telle ne pouvait pas s'endetter, le budget commun devant nécessairement être équilibré. Si cette union avait noué des relations commerciales et financières avec de nombreux autres pays, il n'en demeure pas moins que son éclatement est intervenu dans le contexte très particulier de la Première Guerre mondiale. C'est donc sur les ruines de l'Empire austro-hongrois que se sont constituées de nouvelles nations et de nouvelles monnaies.

Force est donc de constater que l'histoire monétaire nous apprend peu de choses dès lors qu'il s'agit d'envisager la fin d'une union monétaire. Dans ces conditions, les tentatives d'évaluation d'un scénario de sortie de l'euro sont soumises à une incertitude que nous qualifions de radicale. Il est toujours possible d'identifier certains des effets positifs ou négatifs d'une sortie de l'euro mais aller au-delà en essayant de chiffrer précisément les coûts et les bénéfices d'un scénario d'éclatement ressemble plus à un exercice de fiction qu'à une analyse scientifique robuste. Du côté des effets positifs, on pourra certes toujours objecter que les effets de compétitivité d'une dévaluation peuvent être quantifiés. [Eric Heyer et Bruno Ducoudré](#) se livrent à cet exercice à propos d'une éventuelle baisse de l'euro. Mais qui pourra bien dire de combien se déprécierait le franc en cas de sortie de la zone euro ? Comment réagiraient les autres pays si la France sortait de la zone euro ? L'Espagne sortirait-elle également ? Mais dans ce cas, de combien la peseta se dévaluerait ? Le nombre et l'interaction de ces variables dessinent une multiplicité de scénarios qu'aucun économiste ne peut prévoir en toute bonne foi, et encore moins évaluer. Les taux de change entre les nouvelles monnaies européennes seraient de nouveau déterminés par les marchés. Il peut en résulter une

situation de panique comparable à l'épisode de crise de change qu'ont connus les pays du SME (système monétaire européen) en 1992.

Et quid de la dette des agents, privés et publics, du(des) pays sortant(s) ? Les juristes se partagent sur la part qui serait convertie *ope legis* dans la(les) nouvelle(s) devise(s), et celle qui resterait dénommée en euros, alourdissant l'endettement des agents. Il est donc probable que la sortie serait suivie d'une prolifération de recours en justice, dont l'issue est imprévisible. Après la crise mexicaine en 1994, et encore lors de la crise asiatique en 1998, toutes les deux suivies par des dévaluations, on observa une augmentation de l'endettement des agents, y compris des gouvernements. La dévaluation pourrait donc accroître les problèmes de finances publiques et créer des difficultés pour le système bancaire puisqu'une part significative de la dette des agents privés est détenue à l'étranger (voir [Anne-Laure Delatte](#)). Au risque d'un défaut sur la dette publique pourraient donc s'ajouter de multiples défauts privés. Comment mesurer l'ampleur de ces effets ? L'accroissement du taux de défaut ? Le risque de faillite de tout ou partie du système bancaire ? Comment réagiraient les déposants face à une panique bancaire ? Ne souhaiteraient-ils pas privilégier la valeur de leurs avoirs en conservant des dépôts en euros et en ouvrant des comptes dans des pays jugés plus sûrs ? Il s'ensuivrait une vague de ruées sur les dépôts, qui menacerait la stabilité du système bancaire. On pourra alors prétendre qu'en retrouvant l'autonomie de notre politique monétaire, la banque centrale mènera une politique ultra-expansionniste, que l'Etat bénéficiera de marges de manœuvre financières, mettra un terme à l'austérité et protégera le système bancaire et l'industrie française, que les contrôles des capitaux seront rétablis afin d'éviter une panique bancaire... Mais, encore une fois, prévoir comment un processus d'une telle complexité se déroulerait relève de l'astrologie... Si l'exemple argentin [\[2\]](#), fin 2001, est cité en référence pour argumenter qu'il est possible de se

remettre d'une crise de change, il ne faut pas non plus oublier le contexte dans lequel la fin du « currency board » s'est déroulée[31] : crises financière, sociale et politique profondes qui n'ont pas vraiment de point de comparaison, à l'exception peut-être de la Grèce.

Dans ces conditions, il nous semble que toute évaluation du coût ou des bénéfices d'une sortie de l'euro conduit à un débat stérile. La seule question qui mérite d'être posée relève du projet politique et économique européen. La création de l'euro fut un choix politique, sa fin éventuelle le sera également. Il faut sortir d'une vision sclérosée d'un débat européen qui oppose les partisans d'une sortie de l'euro à ceux qui ne cessent de vanter les succès de la construction européenne. De nombreuses voies de réformes sont envisageables comme le prouvent certaines initiatives récentes ([Manifeste pour une union politique de l'euro](#)) ou les contributions rassemblées dans le numéro 134 de *Revue de l'OFCE* intitulé « [Réformer l'Europe](#) ». Il est urgent que l'ensemble des institutions européennes (la nouvelle Commission européenne, le Conseil européen, le Parlement européen mais également l'Eurogroupe) s'emparent de ces questions et relancent le débat sur le projet européen.

---

[1] Pour une analyse plus détaillée des rapprochements pouvant être faits entre l'Union monétaire européenne et l'Autriche-Hongrie, voir Christophe Blot et Fabien Labondance (2013) : « Réformer la zone euro : un retour d'expériences », *Revue du Marché Commun et de l'Union européenne*, n° 566

[2] Il faut noter que l'Argentine n'était pas en union monétaire mais en régime dit de « currency board ». [Voir ici](#) pour une classification et une description des différents régimes de change.

[3] Voir Jérôme Sgard (2002) : « L'Argentine un an après : de la crise monétaire à la crise financière », *Lettre du Cepii*, n° 218.

---

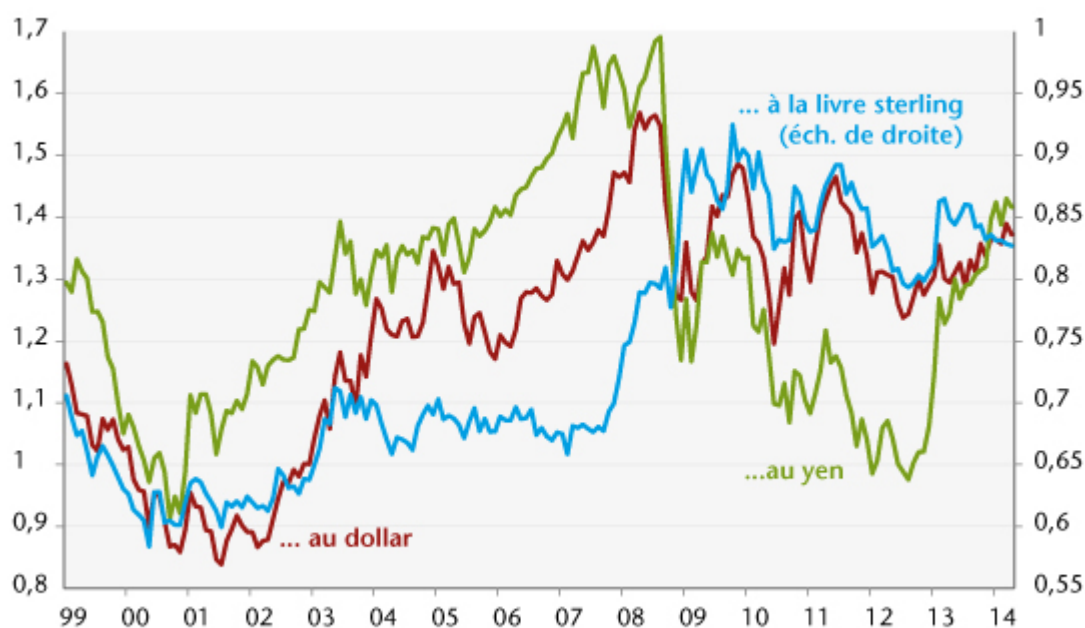
# Que peut-on attendre d'une baisse de l'euro pour l'économie française ?

par [Bruno Ducoudré](#) et [Eric Heyer](#)

Face à la montée du risque de déflation en zone euro, renforcée par l'appréciation continue de l'euro face aux autres monnaies depuis mi-2012, les dirigeants de la Banque centrale européenne ont entamé un changement de ton dans leur communication aux marchés financiers : [ils évoquent maintenant la possibilité de mettre en œuvre de nouveaux assouplissements monétaires quantitatifs](#). Ces assouplissements sont susceptibles de faire baisser le taux de change de l'euro. Ils apporteraient alors un soutien précieux aux économies de la zone euro *via* un regain de compétitivité-prix vis-à-vis des concurrents hors de la zone, dans un contexte où les politiques de consolidation budgétaire vont continuer à freiner la [croissance prévue pour la zone euro en 2014 et en 2015](#). Quelles seraient dès lors les conséquences pour l'économie française d'une dépréciation de l'euro face aux autres monnaies ? Nous revenons brièvement sur les évolutions passées du taux de change de l'euro. Puis nous présentons les effets attendus d'une dépréciation de 10% de l'euro face aux autres devises à l'aide du modèle *emod.fr*. Ces effets sont plus modérés que ceux prévus par le gouvernement.

Les politiques d'assouplissement monétaire quantitatif ont été massivement utilisées par la Réserve fédérale américaine, la Banque d'Angleterre ou encore de la Banque centrale du Japon. Depuis la mi-2012, le bilan de ces 3 banques a continué d'augmenter de respectivement 6,5 pts de PIB, 1,3 pt de PIB et 15,3 pts de PIB. Au cours de la même période, le bilan de la BCE s'est à l'inverse réduit de 8,4 pts de PIB. Cette divergence de stratégie a provoqué une appréciation continue de l'euro : en s'établissant aujourd'hui à 1,38 dollar, l'euro a vu sa valeur augmenter depuis juin 2012 de 12 % face au dollar. Au cours de la même période, la monnaie commune s'est appréciée de 49 % par rapport au yen et de près de 3 % face à la livre sterling (graphique 1).

**Graphique 1 : Taux de change de l'euro par rapport...**

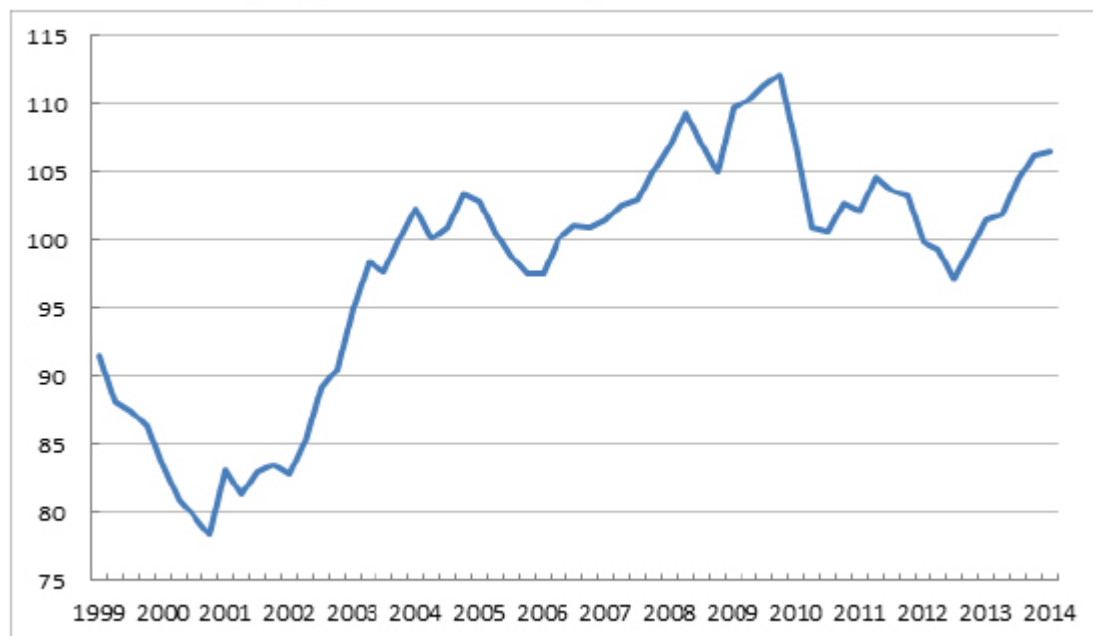


Source : Datastream.

Le taux de change effectif nominal de l'euro, qui pondère ces différents taux de change en fonction de la structure du commerce de la zone euro, s'est ainsi apprécié de 9,5 % depuis le troisième trimestre 2012 (graphique 2). Cette appréciation, combinée avec les politiques d'austérité et de désinflation compétitive menées en zone euro, a pesé sur la croissance du PIB de la zone, négative en 2012 et 2013, et sur l'inflation. L'absence de tensions inflationnistes et l'appréciation passée

de l'euro laissent donc des marges de manœuvre à la BCE pour essayer d'infléchir le cours de l'euro face aux autres monnaies.

**Graphique 2 : Taux de change effectif nominal de l'euro**



Source : OCDE.

## Quel serait l'impact d'une dépréciation de l'euro vis-à-vis de l'ensemble des autres devises ?

Les effets d'une dépréciation de l'euro sont doubles :

- **Un effet de revenu** : un euro faible augmente le prix des importations. Cela se traduit par une hausse de la facture énergétique, une hausse des prix de production des entreprises et une perte de pouvoir d'achat des ménages ;
- **Un effet de substitution** : un euro faible diminue le prix des exportations et accroît ces dernières. La dépréciation détériore aussi la compétitivité des producteurs concurrents, ce qui provoque une baisse des importations à l'avantage de la production domestique.

Ces effets opposés ne s'appliquent qu'au commerce extra zone euro. Le commerce avec nos partenaires européens n'est pas

directement impacté puisque les prix des importations et des exportations en provenance et à destination de cette zone restent inchangés. En revanche, le commerce intra zone euro est impacté par un euro faible. Mais, cela passe par le canal de la demande adressée.

**Tableau 1. Impact sur l'économie française d'une dépréciation du taux de change de l'euro de 10 % contre toutes les monnaies**

(Écart au niveau du scénario de référence en %)	n	n+1	n+2	n+8
PIB	0,3	0,4	0,5	0,0
Emploi salarié total (en milliers)	22	53	74	34
Prix à la consommation des ménages	0,9	1,4	1,9	3,9
Capacité de financement public (en % du PIB)	0,0	0,2	0,3	0,2

*Note de lecture :* Une dépréciation de l'euro serait favorable à l'activité à court-terme via une amélioration de la compétitivité-prix de la France par rapport aux pays hors zone euro. L'effet positif de la dépréciation de l'euro sur l'activité de nos partenaires de la zone euro et celui négatif de nos partenaires hors zone euro est pris en compte.

Source : emod.fr

Comme le résume le tableau 1, une dépréciation de 10% de l'euro face à l'ensemble des monnaies entraîne un gain de compétitivité-prix à l'exportation pour la France vis-à-vis du reste du monde. Les autres pays de la zone euro bénéficient du même gain de compétitivité sur l'ensemble des marchés à l'exportation. Dans ce cas, l'effet sur l'activité serait de 0,3% la première année, de 0,5% au bout de trois ans, et nul au bout de neuf ans. La hausse de demande adressée entraînée par l'amélioration de l'activité chez nos partenaires européens serait globalement compensée par la baisse de la demande adressée à la France par le reste du monde. Sur le marché du travail, une telle dépréciation entraînerait la création de 22 000 emplois la première année de 74 000 emplois au bout de 3 ans. Le solde public de son côté s'améliorerait de 0,3 point de PIB à l'horizon de 3 ans.

Ces résultats, s'ils modèrent ceux [publiés par la DG Trésor\[1\]](#), n'en demeurent pas moins significatifs et bienvenus dans le contexte économique actuel marqué par une croissance faible et un risque de déflation. Une dépréciation de la monnaie unique permettrait également d'atténuer le processus de désinflation compétitive engagé au sein des pays de la zone



euro.

---

[1] Dans leur publication, la DG Trésor considère qu'une baisse de 10% du taux de change effectif de l'euro (contre toutes monnaies) permettrait d'accroître notre PIB de 0,6 point de PIB la première année et de 1,2 point de PIB au bout de trois ans ; de créer 30 000 emplois la première année et 150 000 emplois au bout de trois ans ; de réduire le déficit public 0,2 point de PIB la première année et de 0,6 point de PIB au bout de trois ans.

---

# Quelles réformes pour l'Europe ?

par [Christophe Blot](#) [1], [Olivier Rozenberg](#) [2], [Francesco Saraceno](#) [3] et [Imola Strehö](#) [4]

Du 22 au 25 mai prochain, les Européens se rendront aux urnes pour élire les 751 députés du Parlement européen. Ces élections vont se dérouler dans un climat de forte défiance à l'égard des institutions européennes. Si cette crise de confiance n'est pas propre à l'Europe, elle se conjugue à une crise économique, la plus grave depuis la Grande Dépression, et à une crise politique que traduit la difficulté des institutions européennes à légiférer. Les enjeux des prochaines élections recoupent donc de multiples aspects qui doivent être abordés sous un angle pluridisciplinaire. Le numéro 134 de la collection « Débats et Politiques » de la *Revue de l'OFCE* (publié en [français](#) et en [anglais](#)) réunit des

chercheurs – économistes, juristes ou politistes – spécialistes des questions européennes, qui partant des développements et des débats propres à leur discipline, partagent leur vision des réformes nécessaires pour améliorer le fonctionnement de l'Europe. L'objectif est ainsi d'alimenter le débat public, en amont des élections européennes et au-delà, au travers d'articles courts synthétisant les débats et proposant quelques recommandations à l'attention des candidats à l'élection, bien entendu, mais aussi au-delà des partis politiques, des syndicats, des entreprises, des associations et surtout de l'ensemble des citoyens intéressés par les questions européennes.

Dans le contexte de crise que nous traversons, le débat qui se dessine autour des prochaines élections européennes semble être pris en otage entre deux visions. La première s'apparente à un déni de la situation dans laquelle se trouve la zone euro et l'Europe. Il faudrait se satisfaire de la stabilité de l'euro malgré la crise. Les institutions se sont adaptées de telle sorte que l'Europe aurait finalement su mettre en œuvre les compromis nécessaires pour sortir de la crise et faire face aux difficultés futures. A l'opposé, la vision eurosceptique insiste sur le fait que la crise serait fondamentalement une crise de la construction européenne. La seule issue possible serait le retour aux monnaies nationales. Les différentes contributions rassemblées dans cet ouvrage tentent de dépasser ce clivage. La crise récente a mis en lumière les carences du fonctionnement des institutions et l'insuffisance d'une stratégie de politique économique fondée sur la seule discipline budgétaire. Si des réformes ont bien été mises en œuvre, elles s'avèrent insuffisantes, voire insatisfaisantes. Pour autant, nous refusons le simple constat d'échec du projet européen, l'idée que toute réforme serait impossible, que le projet européen ne saurait se poursuivre car voué à l'échec.

Le débat sur le futur de l'Europe et sur les réformes

nécessaires pour une meilleure expression de la démocratie et de la citoyenneté européenne, pour une gouvernance plus efficace et pour l'élaboration de politiques publiques adaptées, doit donc se poursuivre. Pour autant, le lecteur ne trouvera pas dans cet ouvrage un projet commun et cohérent mais plutôt des visions éclectiques et parfois même contradictoires. Il s'agit plutôt de présenter les termes du débat politique afin de donner aux candidats et aux électeurs les clés permettant de comprendre les enjeux de cette élection et de se prononcer sur l'orientation qu'ils souhaitent donner au projet européen.

---

[1] OFCE, Sciences Po

[2] Sciences Po, Centre d'études européennes

[3] OFCE, Sciences Po, ([@fsaraceno](#))

[4] Sciences Po, Ecole de droit et Centre d'études européennes

---

## **Quelle politique monétaire pour la BCE en 2013 ?**

par Paul Hubert

La Banque centrale européenne (BCE), après sa réunion mensuelle du Conseil des gouverneurs du 7 février 2013, a décidé de maintenir son principal taux directeur à 0,75%. L'analyse de la situation économique faite par Mario Draghi lors de la conférence de presse qui a suivi révèle des développements contrastés qui justifient ce statu quo. Dans une récente étude, nous montrons que les projections

d'inflation de la BCE permettent d'apporter un autre éclairage sur les évolutions futures du taux directeur.

Le statu quo actuel s'explique par plusieurs facteurs qui se compensent mutuellement. Les banques ont commencé à rembourser une partie des liquidités obtenues à travers le mécanisme du LTRO (140 milliards d'euros sur 489), ce qui reflète une amélioration de leur situation financière, mais dans le même temps les prêts accordés aux entreprises non financières continuent de se contracter (-1,3% en décembre 2012) tandis que les prêts aux ménages restent à des niveaux très faibles.

D'un point de vue macroéconomique, la situation au sein de la zone euro ne donne pas de signaux clairs sur la politique monétaire à venir : après une contraction de 0,2% au deuxième trimestre 2012, le PIB réel de la zone euro a encore baissé de 0,1% au troisième trimestre, tandis que l'inflation, mesurée en rythme annuel, est passée de 2,6% en août 2012 à 2% en janvier 2013 et devrait repasser sous la barre des 2% dans les mois à venir sur la base des chiffres de croissance du PIB et des prix du pétrole actuels et anticipés.

De plus, les anticipations d'inflation des agents privés, mesurées par le *Survey of Professional Forecasters*, restent solidement ancrées autour de la cible d'inflation de la BCE. Au quatrième trimestre 2012, elles étaient de 1,9% pour les années 2013 et 2014. Avec un objectif d'inflation « inférieur à, mais proche de 2% » atteint en l'état actuel, une zone euro en récession et un chômage à des niveaux records, la BCE pourrait porter soutien à l'activité réelle. Cependant, la BCE anticipe que l'activité économique devrait reprendre graduellement au second semestre 2013, en partie grâce au caractère accommodant de la politique monétaire actuelle.

De cette anticipation, et compte tenu du niveau historiquement bas auxquels sont les taux directeurs aujourd'hui et des délais de transmission de la politique monétaire à l'économie réelle<sup>[1]</sup>, la probabilité d'une future baisse des taux paraît

bien faible. Un dernier élément vient finir de brouiller les pistes: la hausse récente de l'euro – même si on est encore bien loin des niveaux records – pourrait tuer dans l'œuf la faible reprise économique qui s'annonce et justifierait, selon certains, un soutien aux secteurs exportateurs[2].

Dans un récent [document de travail de l'OFCE](#) (n°2013-04), nous discutons de l'utilisation que peut faire la BCE de ses prévisions d'inflation pour améliorer la mise en œuvre de sa politique monétaire. Nous proposons un nouvel élément d'éclairage sur les évolutions futures du taux directeur basé sur les projections macroéconomiques que publie la BCE trimestriellement. Dans cette étude consacrée aux effets de la publication des projections d'inflation de la BCE sur les anticipations d'inflation des agents privés, nous montrons qu'une baisse des projections d'inflation de la BCE de 1 point de pourcentage est associée à une baisse du taux directeur de la BCE de 1,2 point de pourcentage dans les deux trimestres suivants. Nous concluons que les projections d'inflation de la BCE sont un outil qui permet de mieux comprendre les décisions de politique monétaire courantes ainsi que de mieux anticiper les décisions futures.

Les dernières projections d'inflation pour les années 2013 et 2014, publiées en décembre 2012, s'établissent respectivement à 1,6% et 1,4%. La publication, le 7 mars prochain, des nouvelles projections pourrait donner une indication complémentaire sur l'orientation de la politique monétaire à attendre en 2013.

---

[1] En moyenne, une variation des taux directeurs est estimée produire ses effets sur l'inflation après 12 mois et sur le PIB après 18 mois.

[2] Rappelons tout de même qu'environ 64% du commerce de la zone euro se fait avec des partenaires de la zone euro et est

donc indépendant des variations de change.

---

# What risks face the Greeks if they return to the drachma?

By Anne-Laure Delatte (associate researcher of the Forecasting Department)

The debate about whether the Greeks will stay in the euro zone is intensifying. Christine Lagarde, head of the IMF, has lambasted the Greek government. The German Finance Minister, Wolfgang Schäuble, believes that the euro zone can now deal with a Greek exit, and that the Greeks no longer have a choice. What would be the risks for the Greeks of a return to the drachma? Would this inevitably plunge the country into chaos? Argentina's experience with returning to the peso in 2002 provides some insight.

In Argentina, the peso/dollar parity was set at one peso per dollar by law in 1991. The dollar could be used freely in domestic exchange. The result was that dollars began to be used for everyday transactions, including the denomination of financial assets. In practice, in the 1990s, on average more than 70% of bank deposits and two-thirds of private sector lending were denominated in dollars. These figures peaked in the last quarter of 2001, just before the system was abandoned, when 75% of private deposits and 80% of all loans were denominated in dollars.

The average Argentinean's strong commitment to the dollar was propped up during the 1990s by the promises of all the presidential candidates to continue the system. Moreover, the abandon of the dollar in January 2002 took place in an

especially dramatic context, after five presidents in a row had resigned and amidst a period of popular revolt that was felt beyond the country's borders. The peso was devalued by more than 70% against the dollar, and a massive amount of domestic savings fled the country into foreign banks. While the barter economy remained marginal, the provinces and the central State began to issue their own currency to pay civil servants and government suppliers. According to the country's central bank, in 2002 these parallel currencies accounted for an average of 30% of all bills in circulation.

The context in which Argentina returned to its national currency in 2002 therefore bears some resemblance to the current situation in Greece: widespread political confusion, a serious recession, and above all a national currency with no credibility.

Against all expectations, despite the serious crisis, the social and political disorder and monetary disintegration, which led to predictions that it would take 10 years for Argentina's GDP to return to its pre-crisis level, an economic recovery began to take hold by the second half of 2002. With nominal annual growth of 9% and controlled inflation, Argentina ultimately restored its pre-crisis level by 2004. How did the country manage to leave the dollar with such results?

The default on 90 billion dollars in public debt, followed by a fiscal pact between the provinces and the central State, along with budget controls, led to a recovery in public finances. But the unique feature of Argentina's experience was the monetary reform carried out in January 2002.

The devaluation of the peso rocked the country's financial equilibrium. With 80% of lending contracted in dollars, most consumers and businesses saw the value of their debt virtually quadrupled! After the devaluation, in 2002 the amount of private debt came to 120 billion dollars, whereas the

country's GDP was only 106 billion dollars. To avoid bankrupting the entire private sector, the national authorities came up with a rule for the reimbursement of debt.

The logic was that, to avoid bankruptcy, business revenue should be denominated in the same currency as the debt. Hence on 4 February 2002, the government issued decree 214/02, which imposed the "peso-fication" of the entire economy: all prices and all contracts in the real and financial sectors, all salaries and debts, were converted into pesos at a rate of one peso per dollar, whereas the market rate was almost four pesos per dollar. Contracts in the financial sector were also converted: deposits that did not exceed thirty-thousand dollars were converted at a rate of 1.4 pesos for 1 dollar [1]. How could such a rule be imposed in light of the disastrous wealth effects on creditors?

The conversion at a rate of one for one (or 1.4 for 1) imposed by the authorities resulted in a settlement of conflicts over debt in favour of debtors, and to the detriment of national and foreign creditors. However, the main debtor in the economy is the productive sector, that is, businesses. By offering them a protected way out of the crisis, the new monetary rules neutralized balance sheet effects and permitted the devaluation to have the expansionary impact one would conventionally expect. In effect, trade began to run a surplus and the country's economy was able to benefit from the booming global economy in the early 2000s. Exports rose from 10% to 25% of GDP, and by 2004 GDP was 2% higher than the average for the 1990s. In short, the government's monetary rule led to a return to growth and employment, which explains why it won the support of the majority of the population.

In actuality, the Argentines, like the Greeks today, were caught in a trap: with contracts denominated in dollars, the return to the peso, following the devaluation, was leading towards a generalized bankruptcy of the private sector. If the Greeks were to leave the euro right now, the entire country



would go bankrupt. If the drachma were devalued by 50%, as certain forecasts currently predict, private debt would double. With revenue denominated in drachmas and debt in euros, businesses and consumers would be incapable of repaying their lenders. This was the same kind of trap that paralyzed Argentina's leaders before 2002.

Argentina's experience thus provides several lessons. First, the main risk for Greece of leaving the euro is that the entire private sector would go bankrupt. Given that the public sector has already restructured 50% of its debt, all else being equal, a return to the drachma would lead to financial conflicts between private creditors and debtors that would paralyze the entire system of payments. Secondly, the State has to play a key role as arbitrator in order to resolve the crisis. In conditions like these, the nature of the rules adopted is not neutral. A number of solutions exist, and these reflect different policy orientations and have different economic consequences. In Argentina, the decision to favour national debtors ran counter to the interests of the holders of capital and foreign investors. Furthermore, contrary to the assertions of Wolfgang Schäuble, the Greek government does have choices. This is the third lesson. The resolution of the Greek crisis is not simply an economic matter, and the options being offered to the Greek people involve political choices. The choice made will have a more favourable result for some economic groups (such as European creditors, Greek employees, holders of capital, etc.).

Depending on the nature of the political order, the State could seek to maintain the existing balance of forces, or, on the contrary, disrupt them. A reform could lead to a rupture, and provide an opportunity to establish a new balance of forces. The option pursued up to now has consisted of spreading the cost of resolving the Greek crisis over creditors, on the one hand, by restructuring the public debt, and over debtors, on the other hand, by means of structural

efforts (cuts in wages \and social transfers), along with an increase in the tax burden. In contrast, a withdrawal from the euro zone accompanied by an Argentina-style restructuring of private and public debt would place the burden of the crisis resolution more on the shoulders of creditors, mainly the rest of Europe. This explains the renewed pressure seen in the discourse of some European creditor countries with respect to Greece, as well as the confusion that typifies the debate in Europe today: in the absence of an optimal solution with a neutral impact, each party is defending its own interests – at the risk of destroying the euro.

[1] Deposits of greater amounts could be either converted under the same conditions or transformed into dollar-denominated Treasury bonds.

---

# Le nouveau traité européen, l'euro et la souveraineté

par [Christophe Blot](#)

Le 2 mars 2012, 25 pays de l'Union économique et monétaire (UEM) ont adopté un nouveau traité prévoyant de renforcer la discipline budgétaire. A peine fut-il adopté[1], ce traité a fait l'objet de contestation, François Hollande ayant annoncé qu'il souhaitait le renégocier s'il était élu afin de mettre en avant la nécessité de se préoccuper de la croissance. Il ne fait aucun doute qu'un tel retour sur un traité âprement négocié serait mal perçu par un certain nombre de nos

partenaires européens. Pour autant, la question du bien-fondé d'un renforcement de la discipline budgétaire en période de crise mérite d'être posée.

Que faut-il penser de ce nouveau traité ? Jérôme Creel, Paul Hubert et Francesco Saraceno ont montré [les potentiels effets récessifs des règles introduites par le nouveau dispositif](#). A ces effets macroéconomiques, il faut ajouter que le Traité ne répond toujours pas à une question essentielle et qui devrait être au cœur du projet européen : la souveraineté.

En 1998, soit un an avant le lancement de l'euro, Charles Goodhart[2] publiait un article dans lequel il évoquait la spécificité de l'Union économique et monétaire (UEM) au regard de la théorie et de l'histoire monétaire. En effet, Goodhart rappelle que la monnaie est quasi-systématiquement indissociable de l'expression d'une souveraineté politique et budgétaire. Or, dans le cadre de l'UEM, ce lien est brisé puisque l'euro et la politique monétaire sont contrôlés par une institution supranationale sans pour autant qu'émerge l'expression d'une souveraineté européenne, les décisions de politique budgétaire restant notamment décentralisées et encadrées par le Pacte de stabilité et de croissance. Goodhart conclut alors que la création de l'euro laisse présager des tensions auxquelles nous devrions être attentifs.

La crise actuelle de la zone euro montre que cette mise en garde était fondée. Elle permet surtout d'apporter un autre éclairage, politique celui-là, à la crise. La question de la soutenabilité de la dette et du respect des règles masque en effet le problème fondamental – le pêché originel – de l'euro : la monnaie unique est condamnée si elle ne procède pas d'une souveraineté politique et budgétaire. S'il existe des exceptions, elles sont le fait de micro-Etats qui ont abandonné leur souveraineté monétaire à des voisins bien plus puissants économiquement et politiquement. La zone euro n'est pas le Vatican.

La renégociation du Traité ou l'ouverture de nouvelles négociations en vue de la ratification d'une Constitution européenne est donc non seulement urgente mais indispensable à la pérennité du projet européen. Au-delà des objectifs incontournables de la croissance, de l'emploi, de la stabilité financière ou du développement durable, dont il faut constamment rappeler qu'ils sont au cœur de la construction européenne, en témoigne leur inscription à l'article 3 du [traité sur l'Union européenne](#), toute nouvelle négociation devrait désormais aborder la question de la souveraineté politique et budgétaire européenne et donc, en corollaire, celle du transfert des souverainetés nationales.

Il faut préciser qu'une telle réflexion sur la mise en œuvre d'une souveraineté européenne n'est pas incompatible avec l'existence de règles. Aux Etats-Unis, la majorité des Etats ont adopté des règles d'équilibre budgétaire depuis la moitié du XIX<sup>e</sup> siècle et après qu'un certain nombre d'entre eux avait fait défaut (voir C. R. Henning et M. Kessler[\[3\]](#)). Cependant, ces règles ont été adoptées à l'initiative des Etats et ne sont pas inscrites dans la Constitution américaine. Des propositions pour inscrire une règle d'équilibre budgétaire à l'échelon fédéral dans la Constitution sont cependant d'actualité. [Elles n'ont pour l'instant pas abouti et sont contestées](#) en raison du risque d'affaiblissement du pouvoir stabilisateur du budget fédéral. Aux Etats-Unis, les ressources de l'Etat fédéral représentaient 19 % du PIB avant la crise contre un budget européen qui ne dépasse pas 1 % du PIB, qui doit toujours rester à l'équilibre et ne peut donc être utilisé à des fins de régulation macroéconomique. La stabilisation des chocs aux Etats-Unis se fait ainsi par le biais du budget fédéral non contraint, ce qui compense la faible réactivité des politiques budgétaires locales contraintes par les règles d'équilibre. Si la zone euro doit trouver sa propre voie, il reste que l'euro ne doit plus être un instrument aux mains de la seule Banque centrale européenne : elle doit devenir le symbole de la souveraineté

politique et budgétaire de tous les citoyens de la zone euro.

---

[1] Sa mise en œuvre ne sera néanmoins effective qu'après un processus de ratification dans les 25 pays. Ce processus pourrait être long et incertain puisque l'Irlande a annoncé l'organisation d'un référendum.

[2] Voir « The two concepts of money: implications for the analysis of optimal currency areas », *Journal of European Political Economy* vol.14 (1998) pages 407-432.

[3] « [Fiscal federalism : US history for architects of Europe's fiscal union](#) », (2012) Peterson Institute for International Economics.

---

## La rigueur ne suffit pas

par André Grjebine et [Francesco Saraceno](#)

[Article [paru](#) dans *Le Monde* le 19/1/2012]

On peut bien entendu s'interroger sur la légitimité de la place acquise par les agences de notation dans l'économie internationale. Mais, tant qu'à faire, si on doit prendre en compte leur message, autant se déterminer par rapport à ce qu'elles disent vraiment et non par rapport à l'orthodoxie économique qu'on leur prête, parfois à tort. La puissance de celle-ci est pourtant si grande que bien des commentateurs continuent à discourir sur la décision de Standard & Poor's (S&P) de dégrader la note de la France et d'autres pays européens en l'attribuant à une politique de rigueur qui

aurait été jugée insuffisante.

En réalité, l'agence de notation justifie la dégradation qu'elle vient de décider par des arguments qui sont à l'opposé de cette orthodoxie. L'agence critique ainsi l'accord entre dirigeants européens, tel qu'il est ressorti du sommet européen du 9 décembre 2011 et des déclarations qui l'ont suivi, en lui reprochant de n'avoir en vue qu'un seul aspect de la crise, *“celle-ci étant censée découler de la prodigalité budgétaire des pays périphériques de la zone euro. Selon nous, cependant, les problèmes financiers de la zone euro sont tout autant une conséquence des déséquilibres extérieurs croissants et de la divergence de compétitivité entre le noyau de l'UEM et la soi-disant périphérie. De ce fait, un processus de réformes basé sur le seul pilier de l'austérité budgétaire risque de s'avérer autodestructeur, l'inquiétude des consommateurs quant à leur emploi et leurs revenus réduisant la demande intérieure et celle-ci conduisant à une baisse des recettes fiscales”*.

En vertu de quoi, S&P estime que le principal risque qui peut affecter les Etats européens peut provenir d'une détérioration des situations budgétaires de certains d'entre eux *“par suite d'un environnement macroéconomique plus récessionniste”*. De ce fait, S&P n'exclut pas une nouvelle dégradation, dans l'année qui vient, de la notation de pays de la zone euro.

Dès lors, s'ils prennent en compte l'exposé des motifs de l'agence de notation, les pays européens devraient mettre en oeuvre des politiques économiques susceptibles à la fois de soutenir la croissance et de faciliter ainsi le remboursement des dettes publiques et de rééquilibrer les balances courantes entre pays de la zone euro. Ce double objectif ne paraît pouvoir être obtenu que par une relance dans les pays excédentaires, en premier lieu en Allemagne.

**Dettes insoutenable**

L'effort de redressement budgétaire imposé aux pays de la périphérie devrait, par ailleurs, être étalé sur une période assez longue pour que ses effets récessifs soient minimisés. Une telle stratégie répondrait au principe selon lequel dans un ensemble aussi hétérogène que la zone euro, les politiques nationales des pays membres doivent être synchronisées, mais certainement pas convergentes comme on le propose ici ou là. Une telle politique impulserait ainsi la croissance de l'ensemble de la zone, rendrait la dette soutenable, et réduirait les excédents courants des uns et donc les déficits des autres. Le moins qu'on puisse dire est que le gouvernement allemand est loin de cette approche.

Angela Merkel n'a-t-elle pas réagi à la déclaration de S&P en appelant une nouvelle fois au renforcement des règles de rigueur budgétaire dans les pays qui viennent d'être dégradés, c'est-à-dire en prenant de facto le contre-pied de l'analyse de l'agence de notation ? On en vient à se demander si celle-ci, compte tenu de son argumentation, n'aurait pas été mieux inspirée de dégrader le pays qui entend imposer l'austérité à l'ensemble de la zone euro plutôt que de lui donner, à tort, un sentiment d'être un parangon de vertu en en faisant l'un des rares à garder son triple A.