

La croissance de la zone euro dépend-elle vraiment d'une hypothétique relance budgétaire allemande ?

par [Christophe Blot](#) et [Jérôme Creel](#)

Le débat sur les politiques économiques en Europe a été relancé cet été par [Mario Draghi](#), lors du désormais traditionnel symposium de Jackson Hole, qui réunit notamment les principaux banquiers centraux de la planète. Malgré cela, il semble que les uns ([Wolfgang Schäuble](#), Ministre allemand des finances) et les autres ([Christine Lagarde](#), directrice du FMI) continuent de camper sur leurs positions : discipline budgétaire et réformes structurelles, d'un côté ; relance de la demande et réformes structurelles, de l'autre. La différence est certes ténue, mais elle a ouvert la voie à ce que Mme Lagarde a dénommé « des marges de manœuvre budgétaires pour soutenir la reprise européenne ». Elle vise en particulier l'Allemagne, mais a-t-elle effectivement raison ?

Dans l'[interview](#) accordée au quotidien *Les Echos*, Christine Lagarde déclarait que l'Allemagne « dispose très probablement de marges de manœuvre budgétaires pour soutenir la reprise européenne ». Force est de constater que la zone euro est toujours en panne de croissance (au deuxième trimestre 2014, le PIB est encore inférieur de 2,4 % à son niveau d'avant-crise, au premier trimestre 2008). Malgré les baisses de taux d'intérêt décidées par la BCE et les mesures exceptionnelles qu'elle continue de prendre, le moteur de la croissance européenne reste entravé par l'insuffisance de la demande à court terme, résultant principalement de politiques budgétaires globalement restrictives à l'échelle de la zone euro. Dans le contexte actuel, le soutien de la croissance par

des politiques budgétaires plus expansionnistes se heurte aux contraintes budgétaires et à la volonté politique de poursuivre la réduction des déficits. Les contraintes budgétaires peuvent être réelles pour les pays très fortement endettés et ayant perdu l'accès au marché, telle la Grèce. Elles sont plutôt de nature institutionnelle pour les pays capables d'émettre des titres de dette publique à des taux historiquement très faibles, telle la France. Selon Mme Lagarde, l'Allemagne disposerait de marges de manœuvre faisant de cette économie le seul moteur potentiel de la reprise européenne. Une analyse plus fine des effets – internes et de débordement vers les partenaires européens – de la politique budgétaire invite toutefois à tempérer cet optimisme.

Les mécanismes qui fondent l'hypothèse d'une croissance tirée par l'Allemagne sont assez simples. Une politique budgétaire expansionniste outre-Rhin stimulerait la demande intérieure allemande, ce qui accroîtrait les importations et créerait des débouchés supplémentaires pour les entreprises des autres pays de la zone euro. En contrepartie, cependant, un tel effet pourrait être tempéré par une politique monétaire légèrement moins expansionniste : selon [Martin Wolf](#), Mario Draghi n'a-t-il pas assuré que la BCE ferait tout ce qui est en son pouvoir pour assurer la stabilité des prix à moyen terme ?

Dans un [document de travail récent de l'OFCE](#), nous avons tenté de capter ces différents effets, commerciaux et de politique monétaire, dans une maquette dynamique de la zone euro. Il en ressort qu'une impulsion budgétaire positive de 1 point de PIB en Allemagne pendant trois années consécutives (soit un plan de 27,5 milliards d'euros par an [\[1\]](#)), augmenterait la croissance de la zone euro de 0,2 point la première année. Cet effet n'est certes pas négligeable. Pour autant, il résulte exclusivement de la stimulation dont bénéficierait la croissance allemande et non des effets de débordement vers les partenaires européens de l'Allemagne. En effet, et à titre d'exemple, l'augmentation de la croissance espagnole serait

dérisoire (0,03 point de croissance seulement la première année). La faiblesse des effets de débordement s'explique simplement par la valeur modérée du multiplicateur budgétaire[2] en Allemagne. En effet, la littérature récente sur les multiplicateurs suggère que ceux-ci sont d'autant plus élevés que l'économie est en situation de basse conjoncture. Or selon les estimations d'écart de croissance retenues dans notre modèle, l'Allemagne ne serait pas dans ce cas si bien que la valeur du multiplicateur tomberait à 0,5 selon la calibration des effets multiplicateurs retenus pour nos simulations. Ainsi la croissance allemande augmentant de 0,5 point, l'effet de stimulation pour le reste de la zone euro est faible et dépend ensuite de la part de l'Allemagne dans les exportations de l'Espagne et du poids des exportations espagnoles dans le PIB espagnol. *In fine*, une relance allemande serait sans aucun doute une bonne nouvelle pour l'Allemagne mais les autres pays de la zone euro risquent d'être déçus comme ils le seront sans doute de la mise en œuvre du salaire minimum ainsi que le suggéraient [Odile Chagny et Sabine Le Bayon](#) dans un post récent, au moins à court terme. On peut certainement supposer qu'à plus long terme, la relance allemande contribuerait à augmenter les prix outre-Rhin, y dégradant la compétitivité et offrant ainsi un canal supplémentaire par lequel les autres pays de la zone euro pourraient bénéficier d'une plus forte croissance.

Et si le même montant d'impulsion budgétaire n'était pas utilisé en Allemagne, mais plutôt en Espagne où l'écart de croissance est plus important, qu'advierait-il ? De fait, la simulation d'un choc budgétaire équivalent (27,5 milliards par an pendant trois ans, soit 2,6 points de PIB espagnol) en Espagne aurait des effets bien plus bénéfiques, pour l'Espagne mais aussi pour la zone euro. Alors que dans le cas d'une relance allemande, la croissance de la zone euro augmenterait de 0,2 point les trois premières années, celle-ci augmenterait en moyenne de 0,5 point par an pendant trois ans dans l'éventualité d'une relance effectuée en Espagne. Ces

simulations suggèrent que s'il faut relancer la croissance dans la zone euro, autant le faire dans les pays où le retard de croissance est le plus important. Il est plus efficace de dépenser des fonds publics en Espagne qu'en Allemagne.

A défaut de relâcher les contraintes budgétaires espagnoles, un plan de relance financé par un emprunt européen, et dont les principaux bénéficiaires seraient les pays les plus fortement touchés par la crise, serait sans aucun doute la meilleure solution pour que la zone euro s'engage enfin sur une trajectoire de reprise dynamique et pérenne. Les discussions françaises et allemandes autour d'une initiative pour l'investissement seront donc bienvenues. Espérons qu'elles puissent conduire à l'adoption d'un plan ambitieux pour relancer la croissance européenne.

Tableau. Impact d'une expansion budgétaire en Allemagne et en Espagne

En points

	Expansion budgétaire en Allemagne			Expansion budgétaire en Espagne		
	Croissance de l'Allemagne	Croissance de l'Espagne	Croissance de la Zone euro	Croissance de l'Allemagne	Croissance de l'Espagne	Croissance de la Zone euro
2013	0,5	0,0	0,2	0,0	4,9	0,5
2014	0,6	0,0	0,2	0,0	5,8	0,7
2015	0,5	0,0	0,2	0,0	2,8	0,4
2016	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	-0,1
2017	-0,6	0,0	-0,2	0,0	-2,6	-0,3
2018	-0,8	0,0	-0,2	0,0	-3,0	-0,3
2019	-0,7	0,0	-0,2	0,0	-2,9	-0,3

Source : iAGS model.

[1] La mesure est ensuite compensée de manière strictement équivalente de telle sorte que le choc correspond à un choc budgétaire transitoire.

[2] On rappelle que le multiplicateur budgétaire traduit l'impact de la politique budgétaire sur l'activité. Ainsi,

pour un point de PIB de mesures budgétaires expansionnistes (respectivement restrictives), le niveau d'activité augmente (respectivement baisse) de k point.

Après la décision du Conseil constitutionnel, l'impossible fusion RSA-PPE

Par [Henri Sterdyniak](#)

En juin 2014, le gouvernement avait fait voter par le parlement une nouvelle disposition prévoyant la dégressivité des cotisations sociales salariés, afin d'augmenter le pouvoir d'achat des salariés à bas salaires. Ainsi, un salarié payé au SMIC aurait bénéficié d'une réduction de 3 points de cotisations, soit un gain de 43 euros par mois, correspondant à une hausse de 4% de son salaire net. La ristourne devait ensuite diminuer avec le niveau de salaire horaire pour s'annuler à 1,3 fois le SMIC. Le 6 août 2014, le Conseil constitutionnel a décidé de censurer cette disposition. Cette censure est bienvenue pour trois raisons.

Comme le fait remarquer le Conseil constitutionnel, les cotisations salariés financent des prestations de retraites ou de remplacement, d'assurances sociales, réservées aux personnes ayant cotisé, et qui dépendent des cotisations versées. La mesure aurait brisé la logique contributive du système puisque des salariés auraient ainsi eu la possibilité de percevoir des droits sans avoir pleinement cotisé^[1]. Le Conseil constitutionnel souligne la spécificité des cotisations sociales contributives et rappelle ainsi un principe sain de notre système de sécurité sociale. Il faut

cependant remarquer que le Conseil constitutionnel ne s'était pas opposé aux mesures d'exonérations de cotisations sociales employeurs portant sur les cotisations retraite dont la logique est également contributive. Par contre, les exonérations de cotisations maladie ou famille sont plus légitimes puisque ces cotisations n'ouvrent pas de droits individuels. Mais, il n'est jamais trop tard pour corriger ses oublis.

La nouvelle mesure prévue par le gouvernement aboutissait une nouvelle fois à réduire les ressources propres de la Sécurité sociale. Les exonérations de cotisations sociales sont devenues la plus grande arme contre le chômage au détriment de l'objet même des cotisations : financer la Sécurité sociale. Certes, l'Etat aurait compensé ces exonérations, mais la Sécurité sociale aurait dépendu encore plus de transferts publics d'autant que cette mesure s'ajoutait, pour les seules années 2013 et 2014, à l'extension des réductions de cotisations sociales employeurs et aux transferts des ressources issues de la fiscalisation des majorations familiales de retraite et de la baisse du quotient familial.

Enfin, cette exonération aurait introduit une nouvelle complication pour les fiches de paie. Celles-ci comportent déjà une vingtaine de lignes de cotisations. De plus, les employeurs doivent calculer des exonérations de cotisations employeurs dégressives de 28 points au niveau du SMIC jusqu'à 1,6 fois celui-ci, auxquelles s'ajoute le Crédit d'impôt compétitivité emploi (CICE) de 6 % pour les salaires inférieurs à 2,5 fois le SMIC. A partir de 2016, les cotisations familiales seront abaissées de 1,8 point pour les salaires inférieurs à 3,5 fois le SMIC. Fallait-il rajouter une nouvelle dégressivité, avec un nouveau plafond, de 1,3 fois le SMIC ?

Malgré cette censure, le gouvernement ne renonce pas à son objectif. Ainsi, dans un article du *Monde* daté du 21 août 2014, le Président François Hollande a-t-il annoncé une

réforme « qui fusionnera la Prime pour l'emploi (PPE) et le Revenu de solidarité active (RSA) pour favoriser la reprise du travail et améliorer la situation des travailleurs précaires ». Une telle réforme permettrait-elle de remplir l'objectif du président ? Pour répondre à cette question, il est utile de revenir sur les dispositifs existants.

L'état des lieux

La France a mis en place un système particulièrement compliqué qui vise deux objectifs en partie contradictoires : aider les familles pauvres et inciter les travailleurs non-qualifiés à travailler.

L'aide aux ménages les plus pauvres comprend le RSA (un revenu minimum familialisé), la PPE (une allocation individualisée visant à inciter à l'emploi), les allocations-logement (une allocation familialisée) et des prestations familiales sous conditions de ressources (complément familial, allocation de rentrée scolaire). Malgré les efforts de Martin Hirsch, son promoteur, le RSA n'englobe pas la PPE et les allocations-logement. Il se compose d'une allocation de base : le RSA-socle (un revenu minimum, qui dépend de la composition familiale), qui est réduit de 38 euros pour 100 euros de revenu d'activité. Le RSA est versé mensuellement sur la base d'une déclaration trimestrielle de revenu. La PPE est, elle, versée automatiquement sur la base de la déclaration d'impôt sur le revenu, avec un an de décalage. Le RSA s'impute sur la PPE, de sorte qu'un ménage qui ne demande pas le RSA touche automatiquement la PPE.

Trois dispositifs visent spécifiquement à inciter à l'emploi les travailleurs à bas-salaires : les exonérations de cotisations employeurs qui diminuent le coût du travail au niveau du SMIC ; la PPE et le RSA qui augmentent le gain à l'emploi des travailleurs non-qualifiés.

Un célibataire payé au SMIC a droit à la PPE, mais pas au RSA

(tableau 1). Il coûte 1 671 euros à son entreprise (pour 35 heures de travail) ; son salaire supporte 540 euros de cotisations, chômage ou retraite, représentant des salaires différés ; il reçoit un transfert net de 140 euros (PPE + allocation logement – CSG-CRDS – cotisations maladie et famille) ; son revenu disponible est de 1 271 euros. Il ne supporte donc aucune charge fiscale nette ; son assurance maladie lui est offerte. Les exonérations de cotisations employeurs sont supérieures aux cotisations non-contributives. En jouant de l'ensemble des dispositifs existants, il est possible de dissocier le niveau de vie assuré aux travailleurs au SMIC du coût de leur travail.

Par contre, une famille mono-active (tableau 2) bénéficie du RSA tant que les revenus salariaux du ménage ne dépassent pas 1,65 fois le SMIC (tableau 2). Le RSA augmente les revenus des ménages les plus pauvres, il accroît les gains à l'emploi du premier actif, mais réduit un peu celui du deuxième (tableau 3). La PPE bénéficie à des familles bi-actives qui sont au-delà du seuil de pauvreté (défini comme 60 % du revenu médian).

Tableau 1. Formation du revenu mensuel d'un salarié célibataire payé au SMIC (juillet 2014)

Salaire (brut)	1 445 euros	
	Employé	Employeur
CSG-CRDS	114 (7,86 %)	
Cotisations Maladie-Famille		294 (20,33 %)
Cotisations Vieillesse-Chômage	203 (14,05 %)	337 (23,33 %)
Exonération bas salaires		-405 (28 %)
Salaire net	1 128	
Coût salarial total (ou super brut)		1 671
IR	0	
PPE	79	
AL*	64	
Revenu disponible	1 271	
Impôt net	-140	
Cotisations contributives	540	
Taux d'imposition	-12,4 %	

*Son loyer est supposé être de 450 euros. Le revenu médian en 2014 peut être estimé à 1 642 euros par unité de consommation, le SMIC fournit 77,4 % du revenu médian.

Source : Données URSSAF, calcul de l'auteur,

Tableau 2. Couple avec deux enfants (2,1 unités de consommation, UC)

	RSA	Ménage mono-actif			Ménage bi-actif	
		1/2SMIC	SMIC	1,5 SMIC	1,5*SMIC	2*SMIC
Salaire net	0	564	1 128	1 692	1 692	2 255
RSA	900	543	343	128	–	–
PPE	–	–	–	–	158	164
AF/ARS	63	129+63	129+63	129+63	129+63	129+63
Al. Log*	483	483	353	182	185	
Total	1 446	1 782	2 016	2 194	2 225	2 611
% RM par UC	41,9	51,7	58,4	63,6	64,6	75,7
PPE**			92	13		
Total**			1 765	2 079		
%RM par UC			51,1	60,3		

* Le loyer est supposé être de 600 euros. Les enfants ont 7 et 12 ans.

** Si le ménage ne demande pas le RSA activité.

Sources : CAF, calcul de l'auteur.

Tableau 3. Gain au passage à l'emploi. Couple avec deux enfants

	Recours au RSA	Sans recours au RSA-activité
Premier actif		
RSA vers 0,5 SMIC	336 (60 %)	–
0,5 SMIC vers SMIC	234 (41 %)	–
RSA vers SMIC	570 (50 %)	319 (28 %)
SMIC vers 1,5 SMIC	178 (32 %)	314 (56 %)
Deuxième actif. Premier actif au SMIC		
Inactif vers 0,5 SMIC	201 (36 %)	462 (82 %)
Inactif vers 1 SMIC	595 (53 %)	846 (75 %)

Source : Calcul de l'auteur.

Les limites du système actuel

– *L'allègement des cotisations employeurs* ; la PPE et le RSA créent une catégorie de salariés mal payés, dont les hausses de salaires sont très coûteuses pour l'employeur et peu rentables pour le salarié. Une hausse de 10 % du salaire d'un travailleur au SMIC (145 euros) coûte 242 euros à l'entreprise et rapporte 53 euros au salarié. Les entreprises sont incitées à créer des emplois non-qualifiés spécifiques, sans possibilité d'évolution pour les salariés, coincés dans une trappe à bas salaires. La réduction des cotisations sur les bas salaires ne favorise pas l'emploi de travailleurs qualifiés qui connaissent eux aussi un certain chômage. Les emplois créés ne correspondent pas à la qualification

croissante des jeunes. Il serait donc nécessaire de revoir la cohérence de l'ensemble du dispositif. Pour autant, la persistance d'une masse importante de travailleurs non-qualifiés et la volonté de ne pas faire baisser le niveau de vie des travailleurs pauvres ne permettent guère actuellement de prendre le risque de supprimer les dispositifs existants.

– *Le calcul de la PPE est compliqué ; son versement intervient avec une année de retard, de sorte que son effet incitatif est sans doute très faible. Cette prime bénéficie à des salariés au-delà du seuil de pauvreté plutôt qu'aux familles les plus pauvres. En même temps, sa suppression diminuerait de 6% le niveau de vie des smicards, ce qui n'est pas envisageable.*

– *Le taux de non-recours du RSA-activité est très important (de l'ordre de 68 %) [2]. Les travailleurs à bas salaires refusent d'être soumis à un suivi permanent pour toucher une prestation d'un montant relativement réduit. En raison de l'effet de stigmatisation dont sont victimes les titulaires du RSA, ils ne veulent pas être confondus avec des bénéficiaires du RSA-socle.*

– *Le RSA fournit une allocation de l'ordre de 110 euros par enfant aux familles avec 1 ou 2 enfants au niveau du SMIC, allocation qui comble un manque de notre système, qui était peu généreux pour les familles de travailleurs pauvres. Mais cette allocation n'est pas versée aux familles de chômeurs. Il faudrait verser ces 110 euros sous forme d'un complément familial à toutes les familles pauvres avec 1 ou 2 enfants (celles à 3 enfants et plus ayant déjà un complément familial et des allocations plus généreuses) quelle que soit l'origine des revenus.*

– *Le RSA n'est pas versé aux jeunes de moins de 25 ans alors que ceux-ci ont des difficultés particulières d'insertion.*

Que faire ?

La France ayant déjà un grand nombre d'allocations et de

prélèvements, il est possible de cibler précisément la mesure selon l'objectif visé. Plusieurs mesures sont envisageables :

Augmenter les prestations familiales

Si l'objectif est d'augmenter le pouvoir d'achat des familles pauvres, le plus simple est d'augmenter nettement les prestations familiales et l'allocation logement. Au contraire, le gouvernement a décidé de suspendre leur indexation en 2014 ou en 2015, leur infligeant ainsi des pertes de pouvoir d'achat, heureusement limitées par la faiblesse de l'inflation. Mais, la doctrine dominante aujourd'hui est qu'il faut inciter à l'emploi, donc augmenter les salaires nets plutôt que les prestations.

Baisser l'impôt sur le revenu

Les familles pauvres ne payant pas d'impôt sur le revenu, une baisse de celui-ci ne peut les concerner.

Rendre la CSG progressive

Comme le montre le tableau 1, un travailleur au SMIC paie 114 euros de CSG-CRDS et reçoit 79 euros de PPE. Ne pourrait-on compenser la suppression de la PPE en rendant la CSG progressive, ce qui permettrait d'exonérer les travailleurs au SMIC et d'augmenter le salaire perçu chaque mois par les smicards ? Avec justesse, le Conseil constitutionnel considère que tout impôt progressif doit être familialisé et doit prendre en compte l'ensemble des revenus de la famille. Une vraie progressivité de la CSG est donc pratiquement impossible à mettre en œuvre puisque les employeurs et organismes financiers devraient connaître la situation familiale de leurs salariés ou clients et l'ensemble de leurs revenus, donc refaire chacun le travail du fisc. Cela n'aurait de sens que dans le cadre d'une fusion CSG-IR, qui n'est pas envisageable à court terme.

Aussi, ne peut-on envisager qu'une progressivité réduite.

Chacun aurait droit à un abattement de l'ordre de 1 445 euros par mois sur le montant de revenu soumis à la CSG-CRDS ; le conjoint sans ressources propres pourrait transmettre son droit à abattement à l'autre conjoint ; les enfants à charge donneraient droit à un abattement de moitié. En contrepartie, la PPE serait supprimée ; les retraités et les chômeurs pourraient être soumis à la même CSG que les salariés. Mais le coût de l'abattement serait énorme et il faudrait en contrepartie faire passer à 15% le taux de la CSG sur les revenus supérieurs à l'abattement. Il faut donc abandonner cette piste.

La fusion de la PPE et du RSA

La fusion de la PPE et du RSA est la piste proposée par le Président de la République. Mais, le diable est dans les détails : comment réaliser cette fusion ?

En 2013, le rapport du député Christophe Sirugue avait proposé une réforme consistant à créer une Prime d'activité qui remplacerait le RSA-activité et la PPE (voir l'analyse critique de Guillaume Allègre : [Faut-il remplacer le RSA-activité et la PPE par une Prime d'activité ? Réflexions autour du rapport Sirugue, 2013](#)) Mais, comme le RSA-socle persisterait, les familles à très bas salaires devraient solliciter deux allocations : le RSA-socle et la Prime d'activité. Le système serait compliqué pour elles. Le barème de la prime d'activité prévu dans le rapport Sirugue était arbitraire, avec des pentes et un pic à 0,7 SMIC qui n'avaient aucune justification. Le système était ainsi plus compliqué et plus arbitraire que celui du RSA et n'apportait pas d'améliorations fortes par rapport au système existant. La mesure proposée était coûteuse pour les familles mono-actives (certaines perdaient 10% de revenus). Le risque était que la prime d'activité souffre du même taux de non-recours que la PPA et que certaines familles perdent la PPE sans vouloir recourir à la Prime d'activité[3].

Une fusion qui aboutirait à une prestation familialisée versée par la CAF ferait courir le risque d'un taux élevé de non-recours et ferait des perdants parmi les ménages bi-actifs avec enfants. Une fusion qui aboutirait à une allocation versée sur la fiche de paie ne prendrait pas en compte les enfants et le conjoint, nuirait aux travailleurs à temps partiel et poserait des questions de cohérence avec le RSA socle.

Bref, la fusion est une piste délicate (sinon impossible) à mettre en œuvre.

Augmenter le SMIC [\[4\]](#)

Si l'objectif est d'augmenter le niveau de vie des salariés à bas salaires, la mesure évidente est d'augmenter le SMIC. Une hausse d'environ 10% permettrait de supprimer la PPE et de fournir aux smicards une hausse de revenu équivalente à celle qu'aurait procurée la mesure censurée par le Conseil constitutionnel. Certes, on renoncerait à aider spécifiquement les emplois à temps partiel, comme le fait la PPE, mais cette aide spécifique est trop compliquée pour avoir le moindre effet incitatif. Une hausse du salaire net est sans doute préférable.

Il faut cependant souligner qu'une augmentation du SMIC ne bénéficierait pas assez aux familles pauvres avec un ou deux enfants, en particulier aux familles de chômeurs, Il faudrait alors aider spécifiquement les familles de travailleurs pauvres (entre le RSA-socle et 2 fois le SMIC), en introduisant un complément familial de l'ordre de 80 euros pour un enfant, de 160 euros pour deux enfants

Le RSA-activité doit être maintenu, puisqu'il permet que toute activité se traduise effectivement par une hausse du revenu disponible mais son rôle serait réduit et, grâce à l'extension du complément familial, le non-recours aurait moins de conséquences pour les familles avec enfants.

Par ailleurs, il faudrait créer une allocation d'insertion, du montant du RSA, pour les jeunes à la recherche d'un emploi, n'ayant pas de droit à l'indemnité chômage, allocation soumise à des cotisations retraites.

Reste que, dans la situation actuelle, où la baisse du coût du travail est un des axes majeurs de la politique gouvernementale, on ne peut augmenter le coût du travail non-qualifié, de sorte que deux modalités sont possibles.

Soit, la compensation pour les employeurs se fait par une hausse des exonérations de cotisations sur les bas-salaires (qui devraient passer de 28 à 34,6%), ce qui n'introduit pas un dispositif supplémentaire. Mais, les exonérations de cotisations employeurs porteront sur des cotisations contributives, ce qui pourrait susciter l'ire du Conseil constitutionnel.

Soit, la hausse du SMIC se fait par une PPE figurant sur la fiche de paie, celle-ci étant explicitement reconnue comme prime, ce qui implique que le taux de prélèvement obligatoire augmentera, mais aussi que le Conseil constitutionnel ne pourra s'y opposer, avec l'inconvénient que la prime sera dégressive avec le niveau du salaire horaire, donc représentera une charge administrative supplémentaire pour les entreprises.

On le voit, il n'y a pas de solutions simples.

[\[1\]](#) Le Conseil écrit : « un même régime de sécurité sociale continuerait, en application des dispositions contestées, à financer, pour l'ensemble de ses assurés, les mêmes prestations malgré l'absence de versement, par près d'un tiers

de ceux-ci, de la totalité des cotisations salariales ouvrant droit aux prestations servies par ce régime ; que, dès lors, le législateur a institué une différence de traitement, qui ne repose pas sur une différence de situation entre les assurés d'un même régime de sécurité sociale, sans rapport avec l'objet des cotisations salariales de sécurité sociale ».

[\[2\]](#) Selon P. Domingo et M. Pucci, 2012, « Le non-recours au revenu de solidarité active et ses motifs », *annexe n° 1 du rapport du Comité national d'évaluation du Rsa*.

[\[3\]](#) Le *Rapport sur la fiscalité des ménages* de François Auvigne et Dominique Lefebvre, 2014, pointe lui-aussi les déficiences du projet.

[\[4\]](#) C'est déjà la stratégie préconisée par Allègre (2014).

Les enjeux du triple mandat de la BCE

par [Christophe Blot](#), [Jérôme Creel](#), [Paul Hubert](#) et [Fabien Labondance](#)

La crise financière a initié un débat sur le rôle des banques centrales et la conduite de la politique monétaire avant, pendant et après les crises économiques. Le consensus qui prévalait sur le rôle des banques centrales s'est fissuré. L'objectif unique de stabilité des prix est remis en cause au profit d'un triple mandat incluant l'inflation, la croissance et la stabilité financière. C'est *de facto* l'orientation qui est donnée au rôle de la BCE. Nous évoquons cette situation dans l'un des [articles](#) d'un numéro de la revue de l'OFCE intitulé « Réformer l'Europe » [\[1\]](#), dans lequel nous discutons

de la mise en œuvre de ces différents objectifs.

La poursuite du seul objectif de stabilité des prix est aujourd'hui insuffisante pour assurer la stabilité macroéconomique et financière[2]. Un nouveau paradigme émerge dans lequel les banques centrales doivent à la fois veiller à la stabilité des prix, à la croissance et à la stabilité financière. Les évolutions institutionnelles récentes de la BCE vont dans ce sens puisqu'elle se voit confier la surveillance micro-prudentielle[3]. En outre, la conduite de la politique monétaire dans la zone euro montre que la BCE est restée attentive à l'évolution de la croissance[4]. Mais si la BCE poursuit de fait un triple mandat, la question de la bonne articulation entre ces différentes missions continue de se poser.

La coordination entre les différents acteurs en charge de la politique monétaire, de la régulation financière et de la politique budgétaire est primordiale et fait défaut dans l'architecture actuelle. Par ailleurs, certaines pratiques doivent être clarifiées. La BCE a joué un rôle de prêteur en dernier ressort (des banques et dans une moindre mesure des Etats) sans que cette fonction ne lui soit précisément attribuée. Enfin, dans ce nouveau schéma où la BCE joue un rôle accru dans la détermination de l'équilibre macroéconomique et financier de la zone euro, il nous semble nécessaire de renforcer le contrôle démocratique de la BCE. La définition des objectifs de la BCE dans le Traité de Maastricht lui laisse en effet une forte autonomie d'interprétation (voir notamment la discussion de Christophe Blot, [ici](#)). Par ailleurs, si la BCE rend compte régulièrement de son action auprès du Parlement européen, ce dernier n'a pas la possibilité de l'orienter [5].

A la suite de ces constats, nous évoquons plusieurs propositions afin d'articuler plus efficacement les trois objectifs poursuivis dorénavant par la BCE :

1 – Sans modification des traités en vigueur, il est important que les dirigeants de la BCE soient plus explicites dans les différents objectifs poursuivis[6]. La priorité annoncée à l'objectif de stabilité des prix ne semble désormais plus correspondre à la pratique de la politique monétaire : l'objectif d'écart de croissance semble primordial, tout comme celui de stabilité financière. Plus de transparence rendrait la politique monétaire plus crédible et certainement plus efficace à prévenir une autre crise bancaire et financière. Le recours à une politique de change[7] ne devrait plus être négligé car elle peut participer à la résorption des déséquilibres macroéconomiques dans la zone euro.

2 – En l'absence d'une telle clarification, l'indépendance extensive de la BCE devrait être remise en cause afin de mieux correspondre aux standards internationaux en la matière. Les banques centrales disposent très rarement de l'indépendance d'objectif : à titre d'exemple, la Réserve fédérale poursuit un double mandat explicite, tandis que la Banque d'Angleterre inscrit son action dans un ciblage d'inflation institutionnalisé. Un triple mandat explicite pourrait être imposé à la BCE par les gouvernements, à charge pour les dirigeants de la BCE d'arbitrer efficacement entre ces objectifs.

3 – La question de l'arbitrage devient effectivement plus délicate au gré de l'élévation du nombre des objectifs poursuivis. Elle l'est d'autant plus que la BCE s'est lancée *de facto* dans une politique de gestion de la dette publique qui l'expose désormais à la question de la soutenabilité des finances publiques européennes. Le mandat de la BCE devrait donc mentionner *de jure* son rôle de prêteur en dernier ressort, tâche usuelle des banques centrales, ce qui clarifierait la nécessité d'une coordination plus étroite entre gouvernements et BCE.

4 – Plutôt qu'à une remise en cause totale de l'indépendance de la BCE, qui n'obtiendrait jamais l'unanimité des Etats

membres, nous appelons à la création *ex nihilo* d'un « organe de contrôle » de la BCE, qui pourrait être une émanation du Parlement européen, chargé de discuter et d'analyser la pertinence des politiques monétaires mises en place au regard des objectifs élargis de la BCE : stabilité des prix, croissance, stabilité financière et soutenabilité des finances publiques. La BCE serait alors non seulement invitée à rendre compte de sa politique – ce qu'elle fait déjà auprès du Parlement ou au travers du débat public – mais pourrait aussi voir ses objectifs ponctuellement redéfinis. Cet « organe de contrôle » pourrait par exemple proposer une quantification de la cible d'inflation ou d'un objectif de chômage.

[1] « Réformer l'Europe », sous la direction de Christophe Blot, Olivier Rozenberg, Francesco Saraceno et Imola Strehö, *Revue de l'OFCE*, n° 134, mai 2014. Le numéro est disponible en [version française](#) et [anglaise](#) et a fait l'objet d'un post de [blog](#).

[2] Le lien entre stabilité des prix et stabilité financière est analysé dans [“Assessing the Link between Price and Financial Stability”](#) (2014), Christophe Blot, Jérôme Creel, Paul Hubert, Fabien Labondance et Francesco Saraceno, *Document de travail de l'OFCE* 2014-2.

[3] La mise en œuvre de l'union bancaire confie à la BCE un rôle en matière de régulation financière (décision du Conseil de l'Union européenne du 15 octobre 2013). Elle est désormais en charge de la supervision bancaire (plus particulièrement des institutions de crédit dites « significatives ») dans le cadre du SSM (*Single supervisory mechanism*). A compter de l'automne 2014, la BCE sera en charge de la politique micro-prudentielle, en étroite coopération avec les organismes et institutions nationales. Voir également, l'article de Jean-

Paul Pollin « Au-delà de l'Union bancaire » dans la *Revue de l'OFCE* (« [Réformer l'Europe](#) »).

[4] Castro (2011) « [Can central banks' monetary policy be described by a linear \(augmented\) Taylor rule or by a nonlinear rule ?](#) », *Journal of Financial Stability* vol.7(4), p. 228-246. Ce papier montre, au travers de l'estimation de règles de Taylor entre 1999:1 et 2007:12, que la BCE a réagi significativement à l'inflation et à l'écart de production.

[5] Aux Etats-Unis, le mandat de la Réserve fédérale est défini par le Congrès qui exerce ensuite un droit de surveillance pouvant ainsi modifier ses statuts et son mandat.

[6] Au-delà de l'explicitation des objectifs en termes d'inflation ou de croissance, l'objectif fondamental de la banque centrale est de garantir la confiance en la monnaie.

[7] Cette question est en partie évoquée dans un [post](#) récent.

L'« effet ricardien » : à prendre avec précaution !

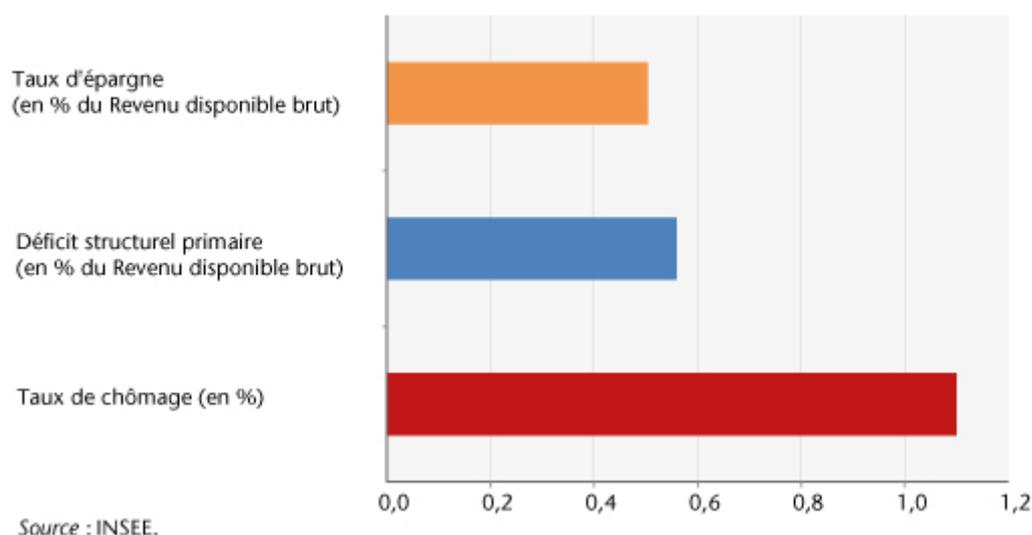
par David Ben Dahan et [Eric Heyer](#)

La dégradation des finances publiques influence-t-elle le comportement de consommation des ménages ? [Une étude récente de l'Insee](#) tente d'y répondre en estimant économétriquement les déterminants du taux d'épargne sur des données annuelles allant de 1971 à 2011. Les résultats mènent les auteurs de cette étude à attribuer les variations récentes du taux de consommation des ménages français à la politique budgétaire et à l'état des finances publiques. Ainsi leur modèle conclut-il

à l'existence significative d'un « effet ricardien » : constatant la dégradation des finances publiques au cours de la crise, les ménages auraient anticipé une hausse future des impôts, les conduisant à épargner davantage au cours de la période récente. Notons que cet effet n'est que temporaire : les résultats économétriques de l'Insee indiquent que ce dernier aurait pesé sur la consommation des ménages à court terme mais s'estomperait rapidement et disparaîtrait à long terme. Les ménages seraient donc « ricardiens » ... mais à court terme uniquement !

Cet oxymore peut être dû au fait que, sur la période étudiée par l'Insee, les déterminants standards de la consommation que sont l'inflation, les taux d'intérêt et le taux de chômage n'ont pas d'effet. Ainsi donc, pour l'Insee, les ménages français formeraient des anticipations rationnelles de court terme, mais ne constitueraient pas d'« épargne de précaution » contre les risques liés à la dégradation du marché du travail. Or, en période de récession, la dégradation des finances publiques allant de pair avec une hausse conséquente du chômage, l'« effet ricardien » et l'« épargne de précaution » entrent en concurrence, rendant leur distinction délicate (graphique 1).

Graphique 1: Évolution du taux d'épargne, du déficit public et du taux de chômage entre 2008 et 2011



Il est à noter à cet égard que la stabilité des paramètres

estimés par l'Insee n'est pas assurée sur la période 1970-2011 : la non-significativité du taux de chômage est levée lorsque l'on débute la période d'estimation plus tard, à compter de 1975, et cette variable devient fortement significative à partir de 1978. C'est la raison pour laquelle nous avons reproduit l'analyse de l'Insee en débutant l'estimation en 1978. Les résultats issus de la modélisation du taux de consommation des ménages par un modèle à correction d'erreurs (MCE), selon trois spécifications différentes synthétisées dans le tableau 1, peuvent être résumés de la manière suivante :

1. A l'instar des résultats de l'Insee, aucun « effet ricardien » ne ressort significativement à long terme sur la période 1978-2011. A court terme, cet effet sort très légèrement significatif (à 10 % dans l'équation 1) ;
2. Lorsque l'on intègre dans l'analyse le taux de chômage, ce dernier sort significativement à court et long terme (équations 2 et 3) ;
3. Lorsqu'ils sont mis en parallèle avec l'épargne de précaution, l' « effet ricardien » perd son pouvoir explicatif de court terme (équation 2).

Tableau 1. Résumé des résultats d'estimations des déterminants du taux de consommation des ménages

Période : 1978-2011

	Équation 1	Équation 2	Équation 3
Effet de long terme			
Force de rappel	-0,003*** (-5,18)	-0,004*** (-5,37)	-0,004*** (-6,66)
Épargne de précaution		Oui	Oui
Taux de chômage (en %)		-0,98*** (-3,32)	-0,78*** (-3,67)
Effet ricardien		Non	
Solde public structurel primaire (en % RdB)		0,16 (0,91)	
Dynamique de court terme			
Épargne de précaution		Oui	Oui
Taux de chômage (en %)		-0,04** (-2,04)	-0,05*** (-3,37)
Effet ricardien	Oui	Non	
Solde public structurel primaire (en % RdB)	0,12* (1,94)	-0,02** (-2,47)	
Diagnostic statistique			
R ²	0,98	0,98	0,99
SSR	0,0005	0,0004	0,0003
SSE	0,005	0,0045	0,0038
LM	0,018 (p>0,98)	0,32 (p>0,73)	0,55 (p>0,58)
Jarque-Berra	0,70 (p>0,70)	1,06 (p>0,59)	1,19 (p>0,55)
Arch	0,14 (p>0,71)	0,66 (p>0,42)	0,11 (p>0,73)

Notes de lecture :

Le taux de consommation des ménages est le rapport entre la consommation des ménages et leur revenu disponible brut (RdB).

***, **, * signifie que les coefficients sont significatifs à respectivement 1%, 5% et 10%.

Entre parenthèses figure le t de student.

La dynamique de court terme n'est pas reproduite intégralement dans le tableau. Seuls les « effets ricardiens » et d'« épargne de précaution » sont reproduits ici.

Les trois spécifications ont des propriétés statistiques satisfaisantes. Les tests LM conduisent au rejet de l'hypothèse d'auto-corrélation des résidus de l'équation. Ces résidus sont homoscedastiques au regard du test de White et du test ARCH. La forme fonctionnelle de l'équation est validée par le test Reset. Enfin, selon le test de Jarque-Berra, les résidus de l'équation suivent une loi normale.

Nos estimations montrent que l'augmentation des déficits n'entraîne pas de baisse de la consommation et que la hausse du taux d'épargne observée entre 2008 et 2011 s'expliquerait par une « épargne de précaution » due à la forte dégradation du marché du travail.

Ce résultat conforte par ailleurs l'analyse menée dans d'autres travaux de l'OFCE sur l'importance des multiplicateurs budgétaires.

Comment lire le cas Alstom

par [Jean-Luc Gaffard](#)

La situation d'Alstom a défrayé la chronique depuis que les dirigeants de l'entreprise ont annoncé leur intention de céder la branche énergie à General Electric et de procéder à une restructuration ressemblant fort à une vente à la découpe. Les pouvoirs publics ont vivement réagi devant ce qu'il jugeaient être un fait accompli, sollicitant un autre repreneur, en l'occurrence Siemens, dans la perspective de créer une ou des entreprises européennes dans des secteurs jugés stratégiques, à l'image d'Airbus. Avant de se rallier à la solution General Electric, entretemps améliorée tant sur la somme déboursée pour le rachat qu'en ce qui concerne les modalités de la future organisation industrielle. Ces péripéties, pour importantes qu'elles soient, ne doivent pas masquer une réalité plus générale, celle d'une désindustrialisation qui, entre autres, prend la forme du démantèlement de certaines grandes entreprises et qui résulte de l'incohérence d'une gouvernance propre à ce qu'est devenu le capitalisme français.

La désindustrialisation est généralement attribuée soit à la concurrence des pays à bas salaires et donc au coût excessif du travail, soit à l'insuffisance des investissements innovants et donc au défaut de compétitivité hors-prix. Les solutions recherchées, relevant de politiques publiques, oscillent entre la baisse des coûts salariaux et le soutien à la R&D, le plus souvent sans se préoccuper des conditions de gouvernance des entreprises. L'accent est mis sur le fonctionnement des marchés de travail que l'on voudrait rendre plus flexibles et sur celui des marchés financiers que l'on juge ou souhaite efficaces, sans véritablement prendre en

considération la vraie nature de l'entreprise. Or celle-ci s'inscrit dans un réseau complexe de relations entre les différentes parties prenantes que sont les managers, les salariés, les banquiers, les clients et les fournisseurs. Ces relations ne sont pas réductibles à des relations de marché grevées d'imperfections qui produiraient de mauvaises incitations et qu'il faudrait corriger pour aller vers plus de flexibilité. Elles participent d'engagements contractuels à plus ou moins long terme souscrits entre les différentes parties prenantes dans l'entreprise, qui dérogent à l'état de pure concurrence, alors même qu'ils sont essentiels à la réalisation des investissements longs porteurs d'innovation et de croissance. De la durée de ces engagements dépendent, en effet, la performance moyenne des entreprises, la structuration de l'industrie et finalement l'industrialisation de l'économie.

Les difficultés d'Alstom, après celles rencontrées par d'autres comme Pechiney ou même Rhône Poulenc aujourd'hui disparues, témoignent de cette réalité organisationnelle. Avec un chiffre d'affaires à peine égal au quart de celui de Siemens et au cinquième de celui de General Electric, la taille de l'entreprise dans ses différentes activités est apparue à ses dirigeants largement insuffisante pour faire face aux contraintes de la concurrence. Déjà en 2004, il a fallu que l'Etat intervienne pour la recapitaliser avec l'accord de la Commission européenne, lui évitant la faillite. L'entreprise s'est alors vue dans l'obligation de se séparer de certaines activités et de procéder à une diminution drastique des emplois. Aujourd'hui, la seule voie qui s'ouvre est celle d'une nouvelle restructuration avec l'espoir de sauver compétences et emplois en les apportant à une entité plus grande et plus efficace tout en résorbant les dettes accumulées. Ce qui ne pouvait apparaître comme un démantèlement ultime au bénéfice de l'un ou l'autre des concurrents ayant su développer les bonnes stratégies loin des recommandations des thuriféraires de ce que l'on a appelé un

temps la nouvelle économie. En l'occurrence, le bénéficiaire sera General Electric. Cette ultime solution intervient faute pour Alstom d'avoir pu bénéficier dans un passé récent et plus ancien d'engagements financiers longs qui lui auraient permis de conduire une stratégie efficace de croissance.

Ce mécompte révèle, après bien d'autres, l'incohérence advenue au sein du capitalisme français entre son organisation industrielle et son organisation financière, déjà dénoncée dans un ouvrage de 2012 par Jean-Louis Beffa (*La France doit choisir*, Paris : Le Seuil). Le nouveau modèle financier, inspiré du modèle anglo-saxon, ne semble plus à même de répondre aux besoins d'entreprises matures, engagées dans des activités pour lesquelles les investissements sont lourds et longs à mettre en place et qui sont sujettes à des cycles de performance liés aussi bien aux fluctuations de la demande qu'aux contraintes des processus d'innovation. Le défaut d'engagement qui s'en est suivi ne pouvait que pousser à des démantèlements que l'on aurait tort d'assimiler à une modularité accrue de la production industrielle qui serait le fruit de l'introduction des nouvelles technologies de la communication et de l'information et que valoriseraient les marchés financiers comme a semblé le penser le dirigeant d'Alstom de la fin des années 1990 plaidant pour une entreprise sans usines.

Dans ces conditions, le redressement productif ne saurait passer par des interventions forcément ponctuelles des pouvoirs publics visant plus ou moins explicitement la création au demeurant peu crédible de champions nationaux ou européens. Il requiert des réformes structurelles portant, non sur les règles de fonctionnement des marchés, mais sur les modes de gouvernance impliquant notamment de réviser l'organisation du système financier.

Ces réflexions sont prolongées et développées dans la [« Restructurations et désindustrialisation : une histoire française »](#), Note de l'OFCE, n° 43 du 30 juin 2014.

Le capital-logement ne contribue-t-il vraiment pas aux inégalités ?

par [Guillaume Allègre](#) et [Xavier Timbeau](#)

[Dans une réponse au *Capital au XXI^e siècle*, Odran Bonnet, Pierre-Henri Bono, Guillaume Chapelle et Etienne Wasmer \(2014\)](#) tentent de montrer que la conclusion du livre en termes d'explosion des inégalités de patrimoine « n'est pas plausible ». Les auteurs pointent une incohérence dans la thèse de Thomas Piketty : le modèle d'accumulation du capital serait implicitement un modèle d'accumulation du capital productif, ce qui serait incohérent avec le choix d'inclure le capital immobilier à sa valeur de marché dans la mesure du capital. Correctement évalué, le ratio capital sur revenu serait resté stable en France, en Grande-Bretagne, aux Etats-Unis et au Canada, ce qui contredirait la thèse de l'ouvrage de Thomas Piketty.

Nous répondons, dans [la Note de l'OFCE n°42, 25 juin 2014](#) (« [Welcome to Nouillorc : Le capital-logement ne contribue-t-il vraiment pas aux inégalités?](#) »), que les auteurs minimisent la contribution du logement aux inégalités. En particulier, nous ne pensons pas que l'évolution des prix de l'immobilier ait des « effets de second ordre (effets redistributifs réels) et atténués ». Comme souvent, le désaccord s'explique en partie par une absence de consensus sur ce qui compte vraiment

en matière d'inégalités : les inégalités de patrimoine ? De revenus ? De consommation ? Ou encore la dynamique potentiellement divergente de ces inégalités ? Le désaccord s'explique aussi par le type de modèle utilisé. Les auteurs utilisent un modèle dynastique dans lequel les biens immobiliers sont transmis de parents à enfants puis aux petits-enfants. Dans ce modèle, les variations de prix de l'immobilier n'ont pas d'effet réel. Ce modèle n'est pas pertinent pour rendre compte des inégalités engendrées par l'immobilier dans une société où les personnes sont mobiles et ont des projets de vie différents de ceux de leurs parents.

La bulle immobilière risque d'entretenir une dynamique inégalitaire. La propriété dans les métropoles devient en effet de plus en plus un club fermé pour aisés, ce qui partitionne les jeunes entre ceux dotés en capital social, éducatif ou financier, et qui peuvent accéder à la propriété et ceux qui ne peuvent que louer, ou déménager vers des territoires moins dynamiques, avec la conséquence de réduire encore plus leur accès aux différents types de capital. Ne vaudrait-il pas mieux construire suffisamment pour que chacun trouve à se loger à un prix en lien avec les aménités offertes ? Comment penser que la seconde situation n'est pas plus égalitaire que la première ?

Pour en savoir plus : [Allègre, G. et X. Timbeau, 2014 : « Welcome to Nouillorc : Le capital-logement ne contribue-t-il vraiment pas aux inégalités ? », Note de l'OFCE, n°42 du 25 juin 2014.](#)

Une assurance chômage pour la zone euro ?

Par [Xavier Timbeau](#)

Dans la dernière parution de la Direction générale du Trésor, [Lettre Trésor-Eco, n° 132, juin 2014](#) (Ministère des Finances et des Comptes publics et Ministère de l'Économie du Redressement productif et du Numérique), Thomas Lellouch et Arthur Sode développent le mode de fonctionnement et les mérites d'une assurance chômage commune à la zone euro. Ils en précisent les modalités d'application, par grandes étapes, qui en assurent la neutralité entre Etats membres. Ils plaident pour des politiques de l'emploi et du marché du travail harmonisées, conduisant à long terme à un taux de cotisation unique dans la zone euro :

- « La mutualisation au niveau de la zone euro d'une composante de l'assurance chômage permettrait de doter la zone euro d'un instrument de solidarité nouveau, à même de donner une véritable incarnation à l'Europe sociale tout en renforçant la stabilisation de la zone dans son ensemble ...
- Ce socle commun indemniserait par exemple les chômeurs de moins d'un an (la composante la plus cyclique) à hauteur de 50 % de leur salaire passé, avec un financement reposant sur une base harmonisée (par exemple la masse salariale). Il serait complété par une indemnisation nationale en fonction des préférences de chaque État, et assurerait ainsi le maintien du niveau actuel de l'indemnisation ...
- Une modulation des taux de cotisation de chaque État membre en fonction de son niveau de chômage, avec des mises à jour régulières en fonction des tendances passées, assurerait une neutralité budgétaire *ex ante* entre États membres ...
- À plus long terme, et après une convergence des taux de

chômage entre les différents États membres, un système marquant une solidarité accrue entre États membres pourrait être envisagé, avec un financement *via* un taux de cotisation unique... ».

Une solidarité nouvelle, mais trois problèmes se posent...

L'assurance chômage est un important stabilisateur automatique. Sa mutualisation par les États membres de la zone euro aurait permis d'importants transferts au cours de la crise que nous venons de traverser. Suivant le schéma proposé par les auteurs (mutualisation de la composante la plus cyclique), l'Espagne aurait pu bénéficier de presque 35 milliards d'euros à la fin 2012, provenant essentiellement de l'Allemagne et de la France. Ce n'est pas de nature à annuler le déficit public de l'Espagne, mais cela aurait contribué à ce qu'il soit moins important.

Un tel dispositif pourrait avoir un rôle majeur pour éviter les crises de dette souveraine par lesquelles le crédit d'un État est asséché. Il introduirait une solidarité et des transferts neutres au cours des cycles, mais réactifs à la conjoncture.

Trois problèmes se posent cependant : le premier est que les systèmes d'assurance chômage sont le fruit de compromis sociaux nationaux, bien perçus et en cohérence avec le reste des politiques nationales sur le marché du travail, actives ou non. Une assurance chômage européenne s'ajoutant sur les systèmes nationaux pourrait conduire à de la confusion et la remise en cause de l'équilibre national. Le dialogue social en serait perturbé, puisque les partenaires sociaux disposeraient d'une ressource potentielle dont ils ne sont pas responsables, sans compter que les autorités européennes, ou les pays partenaires, pourraient estimer avoir leur mot à dire. Or, l'assurance chômage est souvent un sujet sensible comme l'illustre la question des intermittents en France en ce début d'été 2014.

Ceci pourrait être résolu en limitant la mutualisation à des transferts macroéconomiques, indépendamment des modalités nationales. Mais, et c'est le second problème, pour éviter que les transferts entre Etats ne deviennent pérennes, il faut équilibrer les transferts sur le « cycle économique ». Cela demande une procédure d'identification de ce cycle, partagée par les parties prenantes.. L'expérience récente de la crise, ou encore celle du calcul des déficits structurels, montre que c'est loin d'être acquis. Une autre option serait de « recharger » le dispositif avant d'y recourir, en accumulant des contributions avant un retournement majeur pendant quelques années. Il suffirait alors d'en limiter l'usage à ce qui a été accumulé pour résoudre les conflits. Mais alors, le dispositif n'a plus aucun intérêt face à une crise systémique. Le jour où le matelas a fondu, les rois sont aussi nus qu'avant. Au mieux on retarde la crise, au pire on l'aggrave.

Une dernière option est de renoncer à l'équilibre des transferts *a priori* (ou par la mécanique de fonctionnement), en le laissant au fil de l'eau se polariser dans un sens ou dans un autre et d'en assurer la convergence asymptotique. Mais alors, le dispositif peut conduire à une situation de transfert structurel non désirée qui pourrait précisément le remettre en cause.

L'Espagne a ainsi un chômage élevé, largement au-dessus de son taux structurel ; entrer dans un dispositif de transfert assis sur les écarts entre le chômage courant et le chômage structurel ne peut que se faire à l'équilibre, ou bien demande de prendre le risque d'un transfert initial durable.

C'est alors que surgit le troisième problème, la gouvernance. Il est difficile de concevoir un tel dispositif sans qu'il implique au moins potentiellement des transferts importants entre États. Comment justifier ces transferts sans représentation commune légitime ? Et, comment éviter que ces transferts ne soient l'instrument d'un contrôle de l'ensemble de la politique macroéconomique. La mise en place de l'Union

bancaire rappelle que cette difficulté est centrale. De même, le refus de l'Espagne de se soumettre aux conditions posées dans le cadre d'un programme d'assistance classique (UE/FMI) indique bien qu'en l'absence d'une solidarité sincère et légitime, les bénéficiaires des transferts seront tout aussi méfiants que les payeurs.

Pourquoi un taux d'intérêt négatif ?

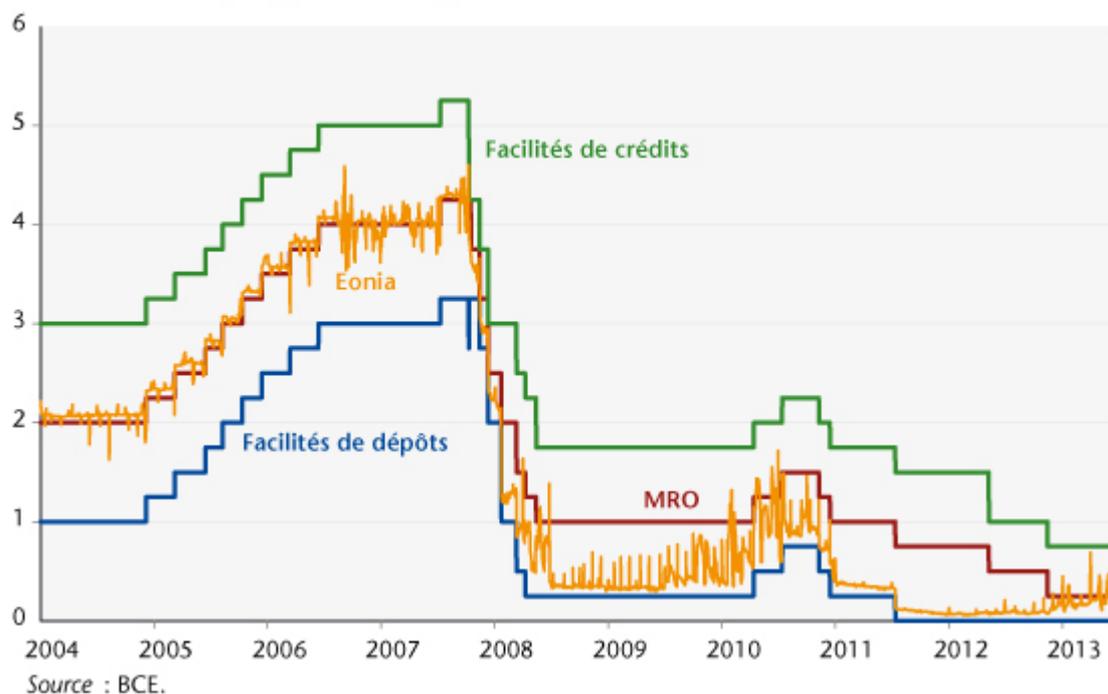
[Christophe Blot](#) et [Fabien Labondance](#)

Comme [anticipé](#), la Banque centrale européenne (BCE) a dégainé le 5 juin 2014 un [arsenal](#) de nouvelles mesures non-conventionnelles. Cela afin d'enrayer la dynamique déflationniste dans laquelle se trouve la zone euro. Parmi les mesures annoncées, la BCE a notamment décidé d'appliquer un taux d'intérêt négatif aux facilités de dépôts. Cette proposition inédite mérite une explication.

Il faut rappeler que depuis juillet 2012, le taux des facilités de dépôts était de 0 %. Il passe dorénavant à -0,10 %, de telle sorte qu'une banque déposant des liquidités auprès de la BCE verra son dépôt réduit de ce taux d'intérêt négatif. Avant de voir quelles seront les répercussions de cette mesure, il est utile de préciser le rôle des facilités de dépôts. L'action de la BCE s'appuie sur les prêts octroyés aux établissements de crédits de la zone euro *via* les opérations principales de refinancement (*MRO* pour *main refinancing operations*) ou les opérations de refinancement à plus long terme (*LTRO* pour *long term refinancing operations*). Avant la crise, ces opérations étaient conduites à taux

variables, suivant une procédure d'enchères. Elles sont réalisées à taux fixe depuis octobre 2008. Le taux des opérations de refinancement doit permettre à la BCE d'influencer le taux pratiqué par les établissements de crédits pour les prêts interbancaires (*EONIA pour Euro overnight index average*), puis, par ce biais, l'ensemble des taux bancaires et des taux de marché. Pour éviter une trop forte volatilité de l'EONIA, la BCE met deux facilités à disposition des banques : facilités de crédits, par lesquelles elles peuvent emprunter auprès de la BCE pour une durée de 24 heures, et facilités de dépôts permettant de laisser des liquidités en dépôts auprès de la BCE pour une durée de 24 heures. Ainsi, en cas de crise de liquidités, les banques ont la garantie de pouvoir prêter ou emprunter *via* la BCE, moyennant un taux d'intérêt plus élevé pour les facilités de crédits, ou plus faible pour les facilités de dépôts. Ces taux permettent alors d'encadrer les fluctuations de l'EONIA comme l'illustre le graphique 1.

Graphique 1 : Principaux taux de la BCE et taux Eonia



En pratique, jusqu'à la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, les banques n'avaient que très peu recours aux facilités de dépôts, témoignant d'un fonctionnement normal du

marché interbancaire. Depuis, la situation a radicalement changé, et le montant des dépôts laissés auprès de la BCE a fluctué de manière plus ou moins grande selon les incertitudes liées à la crise des obligations souveraines (graphique 2). Le paroxysme de la crise, au printemps 2012 coïncide avec les montants maxima déposés par les banques qui disposaient d'un excès de liquidité. Pendant une période de trois mois, environ 800 milliards d'euros (l'équivalent d'un peu moins de 10% du PIB de la zone euro), rémunérés à 0,25 %, étaient déposés par les banques européennes. Dans un contexte de crainte d'éclatement de la zone euro et d'incertitude sur la situation financière des agents financiers et non-financiers, les banques ont déposé des montants très faiblement rémunérés auprès de la BCE. Elles ont fait ce choix plutôt que d'échanger ces excès de liquidité sur le marché monétaire, ou de soutenir l'activité par l'octroi de crédits aux entreprises ou par l'acquisition de titres financiers. Il a fallu attendre les déclarations de Mario Draghi de juillet 2012 annonçant qu'il mettrait tout en œuvre pour soutenir la zone euro (« [Whatever it takes](#) »), pour voir la confiance revenir et ces montants diminuer. C'est aussi le moment où le taux est passé à 0 %, réduisant un peu plus l'incitation à utiliser les facilités de dépôts. D'emblée, les dépôts diminuèrent de moitié, passant de 795,2 à 386,8 milliards d'euros. Depuis, ils diminuent graduellement mais restent élevés, notamment au regard de leur rémunération nulle. Ainsi, la dernière semaine de mai 2014, les dépôts s'élevaient encore à 40 milliards d'euros (graphique 2).

Graphique 2 : Principaux taux de la BCE et taux Eonia



Ce constat a donc poussé la BCE à proposer des taux négatifs afin d'inciter les banques commerciales à réallouer ces montants. Gageons que dès l'application de ce taux négatif, les dépôts deviendront rapidement nuls. Pour autant, l'impulsion attendue ne sera que de 40 milliards d'euros et il en faudra davantage pour soutenir l'activité réelle. A n'en pas douter, cette seule mesure de la BCE n'a pas convaincu les marchés qu'elle avait pris la mesure de la situation.

La BCE a donc une nouvelle fois fait preuve d'activisme afin d'endiguer les risques qui pèsent sur la zone euro. Cette réaction peut être comparée à celle des autres institutions européennes qui ont eu des difficultés à prendre la mesure de la profondeur de la crise. En poussant la comparaison au-delà de la zone euro, il est aussi frappant de voir que les réactions de la Réserve fédérale et de la Banque d'Angleterre ont été plus rapides, alors même que le risque de déflation était moindre aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Cet activisme n'est peut-être pas étranger au dynamisme retrouvé de la croissance dans ces pays. L'action de la BCE est donc la bienvenue. Il faut maintenant espérer qu'elle permettra de

prévenir le risque de déflation qui pèse sur la zone euro, risque qui aurait pu être évité si les gouvernements de la zone euro n'avaient pas mené des politiques d'austérité budgétaire généralisée, et si la BCE s'était montrée moins attentiste.

La dévaluation fiscale française ou quand l'Achille français s'évertue à rattraper la tortue allemande

par [Sarah Guillou](#)

Dans les années 1980, dans le cadre du mécanisme de change du SME, la France avait à plusieurs reprises procédé à des réalignements monétaires assimilables à des dévaluations – en 1981, en 1982, en 1983 puis en 1986. L'Allemagne de son côté adoptait une rigoureuse – déjà ! – stratégie de désinflation compétitive qui, disait-on alors, conduisait à discipliner ses entreprises qui ne pouvaient compter sur des avantages temporaires obtenus par la dévaluation monétaire rendant les produits exportés compétitifs. Elles étaient contraintes de procéder aux investissements qui construisaient leur compétitivité hors-prix future. Ce qu'elles ont fait ...

La France, au même moment, récoltait de ses dévaluations une

inflation importée et les entreprises connaissaient une moindre incitation à investir dans la compétitivité hors-prix. L'arrimage au deutsche mark puis l'Union monétaire furent alors présentés comme les moyens de sortir la France de cette stratégie sans fin de dévaluation inflationniste. Avec retard, la France finissait par se ranger à la stratégie de désinflation compétitive allemande et par renoncer à la dévaluation monétaire. Les années 1990 furent celles de la stratégie du franc fort.

Aujourd'hui, les termes du débat semblent inversés, bien que la position de la France soit toujours celle d'Achille qui court après la tortue allemande. Une nouvelle forme de dévaluation compétitive a la cote : pas celle du taux de change, car l'euro s'inscrit dans un mécanisme de marché qui détermine sa valeur, mais celle qui passe par une baisse du coût du travail supporté par les entreprises, financé en partie par une hausse de la TVA. On parle alors de dévaluation fiscale. Ainsi, P. Aghion, G. Cette et E. Cohen dans « Changer de Modèle » la défendent au motif qu'il faudrait « penser autrement »[\[1\]](#). Le gouvernement s'y attache également à travers le Crédit Impôt Compétitivité Emploi (CICE) et ses projets de diminution des cotisations sociales incluses dans le Pacte de stabilité 2015-2017.

En quoi une baisse du coût du travail est-elle assimilable à une dévaluation, dite « fiscale » ? Pour rappel, une dévaluation monétaire se traduit par une baisse des prix domestiques relativement aux prix étrangers parce que la valeur de la monnaie domestique est diminuée relativement à une unité de monnaie étrangère. Une dévaluation de l'euro, si elle était possible, ce serait un montant d'euros plus élevé pour acheter un dollar et donc, en conséquence, une voiture européenne à 10 000 euros verrait sa contrepartie en dollars plus faible et deviendrait plus attractive pour un acheteur américain détenant toujours la même somme en dollars dans son portefeuille. Plus généralement, une dévaluation assure que le

coût de production des entreprises domestiques devient moins cher relativement à leurs concurrentes étrangères et les premières disposent alors d'un avantage de coût et d'un accroissement de compétitivité. D'où le terme de dévaluation compétitive.

En baissant le coût du travail à la charge des entreprises, on suppose que cela baissera les prix des produits exportés (et des produits et services incorporés) – et ceci alors même que le coût du travail ne couvre pas la totalité du coût de production. En augmentant la TVA sur l'ensemble des produits, le prix des produits importés de leur côté augmente. L'effet dévaluation – c'est-à-dire la baisse du prix domestique par rapport au prix étranger – ne se produira que si le prix du concurrent reste constant. Donc, à condition qu'il ne procède pas à la même politique au même moment ! Par ailleurs cela aura vraiment un impact sur la compétitivité si le différentiel de prix, préexistant à la politique de dévaluation fiscale, est plus que compensé par la baisse du coût du travail.

À cela s'ajoutent deux interrogations. Tout d'abord, on ne connaît pas l'élasticité des prix au coût du travail. En d'autres termes, on ne sait pas dans quelle mesure les entreprises répercutent la baisse des charges patronales sur les prix. Ensuite, les études sur le marché du travail montrent que les salaires ont une élasticité positive au coût du travail. Autrement dit, à moyen terme et surtout pour les salaires élevés, la baisse des charges sociales pesant sur les salaires se traduira par une hausse des salaires.

Des effets de moyen terme sont alors mobilisés pour défendre la politique de dévaluation fiscale. La baisse des charges patronales redonne des marges de manœuvre dans un premier temps, ou plutôt de trésorerie, pour conduire les entreprises à investir, dans un second temps, justement grâce au rétablissement de leurs marges. Au passage, cet effet exclut le précédent – c'est-à-dire la baisse des prix – ou sera

maximum si la baisse des prix ne se produit pas. Il est cependant possible que les marges dégagées soient un effet secondaire de la baisse des prix qui augmente les ventes, tout en augmentant le profit unitaire dans une structure de coût à rendements d'échelle croissants, même si cela ne concerne que peu d'entreprises. Supposons à présent que les marges dégagées se traduisent par des investissements. Cela peut améliorer leur compétitivité hors-prix (la qualité intrinsèque des produits) dans le futur. Ce second aspect de la dévaluation fiscale est souvent mis en avant en parallèle avec le constat que les entreprises françaises, et l'industrie manufacturière en particulier, souffrent de conditions fiscale et réglementaire handicapantes dans la concurrence internationale et souffrent d'un déficit de qualité de leurs produits. Mais ici les analyses macroéconomiques ne peuvent plus être mobilisées et on connaît beaucoup moins bien les ressorts microéconomiques en termes de compétitivité hors-prix de l'impact de la baisse des charges.

Terminons à présent avec ses effets attendus à plus long terme. Comme le soulignent en note de bas de page Aghion et *alii* page 58, les effets de la dévaluation fiscale sont temporaires. En effet, comme la dévaluation monétaire, la dévaluation fiscale conduira à une augmentation des salaires en raison du mécanisme précisé plus haut. Par ailleurs, si le financement de cette baisse des charges se traduit par une baisse du pouvoir d'achat des ménages en raison de la hausse de la TVA, ceux-ci pourraient également exiger une hausse de leurs salaires nominaux. La baisse des prix relatifs gagnée dans un premier temps sera annulée à long terme par la hausse des salaires. Les auteurs pourraient argumenter de la quasi-déflation européenne pour évincer cet effet collatéral de la dévaluation. Ils défendent plutôt l'intervalle qui redonnera du souffle aux entreprises. En fait, les auteurs défendent ce qui ne relève pas de l'effet direct de la dévaluation mais de son effet indirect sur le niveau d'investissement grâce à l'augmentation des marges.

Or, c'est d'ailleurs sans doute l'objectif du CICE puisqu'il vise l'impôt et non les charges patronales directement, au contraire du pacte de responsabilité dont l'objectif est prioritairement l'emploi. En accordant un crédit d'impôt, le CICE cherche à dégager des marges pour l'investissement afin de conquérir une compétitivité hors-prix. Le problème est que l'amélioration de la compétitivité n'a rien d'assurée (voir Guillou et Treibich, [Note de l'OFCE, n° 41 du 19 juin 2014](#) sur le CICE et la compétitivité) et que le double objectif de ce crédit d'impôt (emploi et compétitivité) compliquera la décision des entreprises.

Pour reprendre la suggestion faite par Aghion *et alii*, le souvenir des dévaluations compétitives françaises des années 1980 peut nous conduire à « penser vraiment autrement », c'est-à-dire à cesser d'appliquer des politiques que les autres ont déjà appliquées. Penser autrement consisterait à anticiper la concurrence du futur plutôt qu'à répliquer une politique que les autres pays ont engagée, ce qui n'est évidemment pas si simple. Et l'intérêt de l'ouvrage de Aghion *et alii* est d'embrasser un ensemble de réformes qui, **simultanément**, pourraient bien engager la France dans une **autre** trajectoire. Mais entamer une dévaluation fiscale alors que tous les pays européens vont potentiellement le faire ou l'ont déjà fait sera largement insuffisant, voire dangereux si elle génère une course au « moins-disant social ». Elle ne se justifie que parce que l'intégration européenne exige un certain alignement des conditions de coût des entreprises, donc en raison de la concurrence fiscale. Un train de retard fiscal dans un marché européen intégré est très coûteux, certes, mais l'Achille français ne rattrapera pas la tortue allemande partie en avance sur le terrain de la compétitivité avec l'arme de la dévaluation fiscale.

Une meilleure stratégie serait de prendre un train d'avance. Il faut anticiper, à défaut de pouvoir harmoniser les conditions fiscales des entreprises. L'Allemagne a anticipé la

concurrence des pays émergents et a procédé à la TVA sociale ou dévaluation fiscale. Une politique qui changerait de « modèle » devrait anticiper la concurrence de demain en Europe et dans le monde. Or, cette concurrence ne se fera pas sur le coût du travail. Preuve en sont les orientations des pays à faible coût relatif du travail qui substituent de plus en plus de capital au travail. Ainsi la Chine est devenue déjà le plus gros acheteur mondial de robots industriels (*Financial Times*, 1^{er} Juin 2014). La concurrence future se construira autour de la poursuite de deux tendances déjà en place : la division des processus de production accélérée par les possibilités technologiques et le remplacement du travail par la technologie. L'essentiel de la valeur ajoutée se concentrera en amont de la production, dans la conception et/ou en aval dans les services associés. Autrement dit, il faut aussi que le gouvernement s'intéresse au coût du capital, notamment en termes de coût d'opportunité de l'investissement.

La question du coût du travail est le problème de l'emploi des moins qualifiés (évidemment absolument important en soi), mais n'est pas au cœur de la question de la compétitivité. A s'efforcer de régler les problèmes du présent, le coût du travail, on risque de manquer les investissements qui assureront le futur. La France cessera-t-elle d'être l'Achille qui court après la tortue allemande ? Une des façons de résoudre le paradoxe de Xénon serait d'inventer un gouvernement qui s'inscrive dans la continuité. A défaut, il nous faut rompre avec une stratégie de rattrapage et opter pour un « modèle » plus conquérant.

[1] C'est précisément le titre du premier chapitre du livre de P. Aghion, G. Cette et E. Cohen, *Changer de modèle*, Ed. Odile Jacob, 2014.

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^[1], 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 [\[3\]](#) : 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.