

Fiscal consolidation wrong-footed

By Sabine Le Bayon

Should deficit reduction be the priority of governments today?

The constraints imposed by the Stability Pact and especially by the financial markets on Europe's governments do not leave them much leeway. But while there is no avoiding the issue of the sustainability of public debt, we also need to take into account the recessionary impact of austerity programs on economic activity, particularly during a period of recovery. The great majority of studies point to a positive multiplier effect, that is to say, a one point cut (expansion) in the budget results in a decrease (increase) in activity. Furthermore, studies have highlighted that in order to maximize a policy's impact, its *timing* is crucial: the impact on growth and on the public deficit (via its cyclical component) depends on whether or not it is supported by monetary policy, on the fiscal policy conducted by other countries, on the phase of the cycle, and so forth.

Fiscal consolidation, for example, has less impact on activity when it is accompanied by a relaxation in monetary policy and by a currency depreciation. But when interest rates are already close to zero (or in the case of a liquidity trap), the impact of fiscal restraint is not cushioned by a fall in base rates. As the central bank cannot counter disinflation, real interest rates rise, which amplifies the fall in activity. Moreover, in a context of generalized tightening, the exchange rate cannot be a means of supporting activity in every area. This is also true when a policy of fiscal restraint is being implemented within a monetary union where the countries trade mainly among themselves. Thus, according to [the IMF](#), the impact on growth of a budget cut of 1 GDP

point can vary between 0.5% and 2%, depending on whether or not an austerity program is synchronized with the response of monetary policy (Table 1).

Ultimately, the impact on growth feeds back into the state of public finances. When monetary policy can counteract the recessionary effects of fiscal policy, a one-off budget cut of a single GDP point reduces activity by 0.5% after two years. The deterioration in the cyclical deficit then comes to 0.25 GDP point, and the balance ultimately improves by 0.75 point. When interest rates are near zero, a one point negative fiscal stimulus in a country reduces growth by one point and worsens the cyclical deficit by 0.5 point, leading ultimately to an improvement in the deficit of only 0.5 GDP point. Finally, when a liquidity trap (or rates of zero) is combined with generalized budget cuts, a one GDP point negative fiscal stimulus reduces growth by 2 points, because neither monetary policy nor exchange rates can offset the impact of the cuts. This widens the cyclical deficit by one point, and there is therefore no improvement in the public deficit despite the one point structural effort.

Tableau 1. Impact of fiscal consolidation on growth based on various IMF hypotheses

	Interest rates greater than zero	Interest rates near zero
Isolated fiscal consolidation	- 0.5	- 1
Global fiscal consolidation	- 0.8	- 2

Source: IMF (2010).

Furthermore, the economy's position in the cycle influences the multipliers. At the bottom of the cycle, for instance, they are amplified: an austerity policy accentuates any deflationary tendencies at work, which intensifies the fall in demand and therefore the impact on activity. However, at the top of the cycle, the disinflationary effects of the austerity measures counteract the inflationary trend usually seen in this phase, thus reducing the multiplier. According to [Creel, Heyer and Plane](#), after one year, and depending on the policy

instruments used, the multiplier lies between 1 and 1.3 points when the economy is in the bottom of the cycle (assuming an output gap of -2%) and between 0.8 and 1.2 points in mid-cycle (an output gap of zero) and the top of the cycle (for an output gap of 2%). At 5 years, the effect is even stronger: between 1 and 1.6 points at the bottom of the cycle, between 0.6 and 1.3 in mid-cycle and between 0 and 1.2 at the top of the cycle. Thus, when the output gap is negative, fiscal consolidation policies are not very effective because they lead to a significant decline in GDP compared to a scenario with no restraint, which limits any fiscal gains to be expected from the austerity policies.

Today everything has come together for the austerity policies to lead to a significant slowdown in growth with little reduction in the deficit, especially in the euro zone. This is why we tried to assess the indirect impact, for France and the major developed countries, of the austerity measures being implemented by their trading partners, in addition to the direct impact of the various national plans. The impact of fiscal restraint (in country A) on demand from its partners (B) depends on the elasticity of imports with respect to the GDP of country A but also on the degree of openness and geographical orientation of exports of the B countries. In the case of France, for a national multiplier of 0.5, the total multiplier is 0.7, once the fiscal restraint policies of the partners are taken into account via foreign trade; for a national multiplier of 1, the total multiplier is 1.5.

Based on the fiscal packages planned in the various countries, we obtain an impact of foreign plans on national activity of between -0.1 and -0.7 point in 2012, depending on the degree of openness of the countries and the orientation of their trade (Table 2). For France, the restraint planned by its trading partners will cut growth by 0.7 point in 2012, which is almost equal to the savings plan set up by the government (1 point). In Germany, the impact of foreign austerity plans

on GDP is close to that calculated for France: even if Germany is more open, it trades less than France does with the rest of the euro zone, and will benefit more from the US stimulus package in 2012. In the other euro zone countries, foreign fiscal cuts will have an impact of the same magnitude (0.6). In the US, the effects of the stimulus package will be undercut by the austerity measures being implemented elsewhere; while the direct effect of the stimulus package on GDP will be 0.7 point, the lower demand addressed to it will cut growth by 0.2 point, limiting the impact of the expansionary fiscal policy. The slower than expected growth could render the deficit reduction goals obsolete. Using our assumptions of national multipliers of between 0.6 and 0.9, a one GDP point negative fiscal stimulus in all the EU countries actually reduces the deficit by only 0.4 to 0.6 GDP point in each country, once the fiscal restraint of the trade partners is taken into account.

Tableau 1. Impact of fiscal consolidation on GDP in 2012

	Direct effect	Effect via external demand	Total
France	- 1.0	- 0.7	- 1.7
Germany	- 0.3	- 0.7	- 1.0
Spain	- 2.3	- 0.6	- 3.0
Italy	- 2.1	- 0.6	- 2.6
United Kingdom	- 1.9	- 0.4	- 2.3
United States	0.7	- 0.2	0.5
Japan	1.4	- 0.1	1.3

Sources: OFCE calculations and forecasts, October 2011.

This text refers to the [study of fiscal policy](#) (in French) that accompanies the analysis of the economic situation and the forecast for 2011-2012, available on the [OFCE web site](#).

Des politiques budgétaires restrictives à contretemps

par Sabine Le Bayon

La réduction des déficits publics doit-elle être aujourd'hui la priorité des gouvernements ?

La contrainte que font peser le Pacte de stabilité et surtout les marchés financiers sur les pays européens ne leur a guère laissé le choix. Or, si la question de la soutenabilité de la dette publique ne peut être éludée, il faut aussi tenir compte de l'impact récessif des politiques d'austérité sur l'activité, particulièrement en période de reprise. Une large majorité d'études concluent en effet à un multiplicateur positif, c'est-à-dire qu'un point de restriction (expansion) budgétaire se traduit par une baisse (hausse) de l'activité. De plus, des études ont mis en avant l'importance du *timing* d'une politique budgétaire pour maximiser son efficacité : son impact sur la croissance et sur le solde public (*via* sa composante conjoncturelle) dépend en effet de l'accompagnement ou non de la politique monétaire, de la politique budgétaire menée dans les autres pays, de la phase du cycle conjoncturel, ...

Une consolidation budgétaire a par exemple moins d'impact sur l'activité quand elle s'accompagne d'une détente de la politique monétaire et d'une dépréciation de la monnaie. Mais quand les taux d'intérêt sont déjà proches de zéro (ou dans le cas d'une trappe à liquidité), l'impact de la restriction budgétaire n'est pas amorti par la baisse des taux directeurs. Comme la Banque centrale ne peut pas contrer la désinflation, les taux d'intérêt réels augmentent, ce qui amplifie la chute de l'activité. Par ailleurs, quand la rigueur est généralisée, le taux de change ne peut pas être un mécanisme de soutien à l'activité pour toutes les zones. Ceci est vrai aussi quand

une politique restrictive est menée au sein d'une union monétaire où les pays commercent essentiellement entre eux. Ainsi, selon [le FMI](#), l'impact sur la croissance d'une restriction budgétaire de 1 point de PIB varie entre 0,5 et 2 % selon la synchronisation ou non de l'austérité et la réponse de la politique monétaire (tableau 1). *In fine*, cet impact sur la croissance se répercute sur la situation des finances publiques. Quand la politique monétaire peut contrecarrer les effets récessifs de la politique budgétaire, une restriction isolée de 1 point de PIB réduit l'activité de 0,5 % après deux ans. La dégradation du solde conjoncturel atteint alors 0,25 point de PIB et le solde s'améliore *in fine* de 0,75 point. Quand les taux d'intérêt sont proches de zéro, un point d'impulsion budgétaire négative dans un pays réduit la croissance d'un point et dégrade le solde conjoncturel de 0,5 point, induisant une amélioration du solde de 0,5 point de PIB seulement. Enfin, quand on cumule trappe à liquidité (ou taux nuls) et restriction généralisée, une impulsion budgétaire de -1 point de PIB réduit la croissance de 2 points, car ni la politique monétaire ni le taux de change ne peuvent atténuer l'impact de la rigueur. Ceci creuse le solde conjoncturel d'un point et il n'y a donc pas d'amélioration du solde public malgré un effort structurel d'un point.

Tableau 1. Impact d'une restriction budgétaire sur la croissance sous diverses hypothèses selon le FMI

	Taux d'intérêt directeurs supérieurs à zéro	Taux d'intérêt directeurs proches de zéro
Restriction isolée	-0,5	-1
Restriction mondiale	-0,8	-2

Source : FMI (2010).

Par ailleurs, la position de l'économie dans le cycle économique influe sur les multiplicateurs. Ainsi, ces derniers sont amplifiés en bas de cycle : une politique de rigueur accentue les tendances déflationnistes à l'œuvre, ce qui amplifie la baisse de la demande et donc l'impact sur l'activité. En revanche, en haut de cycle, les effets désinflationnistes de l'austérité contrecarrent la tendance

inflationniste usuelle à cette phase, ce qui réduit le multiplicateur. Selon [Creel, Heyer et Plane](#), à l'horizon d'un an, et selon les instruments de politique économique utilisés, le multiplicateur est compris entre 1 et 1,3 point quand l'économie est en bas de cycle (on suppose un écart de production de -2%); il est compris entre 0,8 et 1,2 point en milieu de cycle (l'écart de production nul) et en haut de cycle (pour un écart de production de 2 %). A 5 ans, l'effet est plus fort encore : entre 1 et 1,6 point en bas de cycle, entre 0,6 et 1,3 en milieu de cycle et entre 0 et 1,2 en haut de cycle. Ainsi, lorsque l'écart de production est négatif, les politiques de consolidation budgétaire sont peu efficaces, car elles entraînent une baisse du PIB importante par rapport au scénario sans restriction, ce qui limite les gains budgétaires attendus de l'austérité.

Aujourd'hui tous les éléments sont réunis pour que les politiques de rigueur entraînent un ralentissement important de la croissance et que le déficit se résorbe peu, en particulier dans la zone euro. C'est pourquoi nous avons cherché à évaluer l'impact indirect, pour la France et les grands pays développés, de l'austérité mise en place chez leurs partenaires commerciaux, en plus de l'effet direct lié aux plans nationaux. L'impact d'une restriction budgétaire (dans un pays A) sur la demande adressée de ses partenaires (B) dépend de l'élasticité des importations au PIB du pays A mais aussi du degré d'ouverture et de l'orientation géographique des exportations des pays B. Dans le cas de la France, pour un multiplicateur national de 0,5, le multiplicateur total est de 0,7, une fois la restriction des partenaires prise en compte *via* le commerce extérieur ; pour un multiplicateur national de 1, le multiplicateur total est de 1,5.

En nous appuyant sur les impulsions budgétaires prévues dans les différents pays, nous obtenons un impact des plans étrangers sur l'activité nationale compris entre -0,1 et -0,7

point en 2012 selon le degré d'ouverture des pays et l'orientation de leur commerce (tableau 2). Pour la France, la restriction de ses partenaires commerciaux amputera la croissance de 0,7 point en 2012, soit presque autant que le plan d'économies mis en place par le gouvernement (1 point). En Allemagne, l'impact des plans de restriction étrangers sur le PIB est proche de celui calculé pour la France : même si le pays est plus ouvert, il commerce moins que la France avec le reste de la zone euro, et bénéficie davantage par exemple du plan de relance des Etats-Unis en 2012. Dans les autres pays de la zone euro, les mesures de restrictions étrangères auront un impact du même ordre (0,6 point). Aux États-Unis, les effets du plan de relance seront affaiblis du fait de l'austérité menée ailleurs : alors que l'effet direct de la relance sur le PIB sera de 0,7 point, la demande adressée amputera la croissance de 0,2 point, limitant l'impact expansionniste de la politique budgétaire. Le ralentissement plus fort qu'attendu de la croissance risque de rendre caducs les objectifs de réduction du déficit public. Avec nos hypothèses de multiplicateurs nationaux compris entre 0,6 et 0,9, une impulsion budgétaire de -1 point de PIB dans l'ensemble des pays de l'Union européenne ne réduit en effet le déficit que de 0,4 à 0,6 point de PIB dans chacun des pays, une fois la restriction des partenaires commerciaux prise en compte.

Tableau 2. Impact des mesures de restriction sur le PIB en 2012

	effet direct	effet via la demande adressée	Total
France	-1,0	-0,7	-1,7
Allemagne	-0,3	-0,7	-1,0
Espagne	-2,3	-0,6	-3,0
Italie	-2,1	-0,6	-2,6
Royaum-Uni	-1,9	-0,4	-2,3
États-Unis	0,7	-0,2	0,5
Japon	1,4	-0,1	1,3

Sources : calculs OFCE et prévisions octobre 2011.

Ce texte fait référence à [l'étude sur la politique budgétaire jointe à l'analyse de la conjoncture et la prévision à l'horizon 2011-2012](#), disponible sur [le site de l'OFCE](#).

A quels nouveaux plans de rigueur européens doit-on s'attendre en 2012 ?

par [Eric Heyer](#)

Afin de respecter les engagements français vis-à-vis de Bruxelles d'un déficit des APU de 4,5 % du PIB en 2012, le Premier ministre français, François Fillon, vient d'annoncer un nouveau plan de restriction budgétaire de 7 milliards d'euros. Ce plan, annoncé le 7 novembre, sera-t-il suffisant ? Certainement pas ! Alors à quels nouveaux plans de rigueur doit-on s'attendre dans les mois à venir et quelle incidence auront-ils sur la croissance en 2012 ?

Début octobre 2011, nous indiquions dans [notre dossier de prévisions](#), entre autres choses, qu'à projets de lois de finance connus et votés, aucun grands pays européens ne respecterait ses engagements de réduction de déficit.

Cela sera notamment le cas pour l'Italie et le Royaume-Uni qui pourraient être confrontés à un écart compris entre 1,5 et 2 points entre le déficit public final et leur engagement. Dans le cas de la France et de l'Espagne, l'écart serait respectivement de 0,6 et 0,7 point. Seule l'Allemagne serait très proche de ses engagements (tableau 2).

Contrairement aux années antérieures, le respect de ces engagements apparaît probable : dans un contexte financier incertain, être le seul État à ne pas respecter sa promesse de consolidation budgétaire serait sanctionné immédiatement par un renchérissement de ses conditions financières sur le remboursement de sa dette.

Cela nécessitera alors l'adoption de nouveaux plans d'austérité dans les mois à venir. Mais en tentant de réduire leurs déficits prématurément, trop rapidement et de façon synchrone, les gouvernements des pays européens prennent le risque d'un nouveau ralentissement de l'activité. En effet, comme nous l'avons signalé dans une [étude récente](#), la mise en place dans un contexte de basse conjoncture de politiques de rigueur dans l'ensemble des pays européens et agissant dans une situation de persistance de la « trappe à liquidité » concourt à la formation d'un multiplicateur fort, proche de l'unité.

A combien de milliards d'euros s'élèveront les prochains plans d'économies budgétaires ? Quelles incidences auront-ils sur la croissance économique ? Plusieurs cas de figure ont été étudiés.

Cas n°1 : Chacun des pays respecte seul son engagement

De manière à isoler l'impact sur la croissance du plan d'économies national et de ceux des partenaires, nous avons supposé que chaque pays respecte, seul, son engagement. Sous cette hypothèse, l'effort serait considérable en Italie et au Royaume-Uni qui présenteraient de nouveaux plans de rigueur de respectivement 3,5 et 2,8 points de leur PIB (soit 56 et 48,7 milliards d'euros). La France et l'Espagne devraient mettre en œuvre un plan de rigueur deux à trois fois inférieur, d'environ 1,2 point de PIB, représentant respectivement 27 et 12,1 milliards d'euros. Enfin le plan d'économies allemand serait le plus faible, avec 0,3 point de PIB (7 milliards d'euros) (tableau 1).

Tableau 1. Montant nécessaire pour atteindre les engagements de déficit public en 2012

	Allemagne	France	Italie	Espagne	Royaume-Uni
Si chaque pays respecte seul son engagement					
En milliards d'euros	7,0	27,0	56,0	12,1	48,7
En point de PIB	0,3	1,3	3,5	1,1	2,8
Si les pays de l'Union européenne respectent leurs engagements					
En milliards d'euros	22,3	39,8	63,9	19,6	55,2
En point de PIB	0,9	2,0	4,0	1,8	3,2
Si les pays de la zone euro respectent leurs engagements					
En milliards d'euros	16,6	36,1	61,7	17,9	
En point de PIB	0,6	1,8	3,9	1,7	

Source : Calculs OCDE.

Ces différents plans de rigueur nationaux, pris isolément, auraient un impact non négligeable sur la croissance des pays étudiés. A l'exception de l'Allemagne qui continuerait à avoir une croissance positive en 2012 (0,9 %), une telle stratégie plongerait les autres économies dans une nouvelle récession en 2012, avec un recul de leur PIB allant de -0,1 % pour l'Espagne à -2,9 % pour l'Italie. La France connaîtrait une baisse de son activité de -0,5 % et l'économie britannique de -1,9 % (tableau 2).

Cas n°2 : Tous les pays de l'Union européenne respectent leur engagement

Bien entendu, si l'ensemble des grands pays européens venaient à adopter la même stratégie en même temps, alors l'effort d'économie serait supérieur. Il s'élèverait à près de 64 milliards d'euros en Italie et de 55 milliards d'euros au Royaume-Uni, représentant respectivement 4 et 3,2 points de PIB. Cet effort supplémentaire serait d'environ 2,0 points de PIB pour la France et l'Espagne (respectivement 39,8 et 19,6 milliards d'euros) et de 0,9 point de PIB pour l'Allemagne (22,3 milliards d'euros). Au total sur ces 5 pays étudiés, l'effort cumulé d'économie représenterait plus de 200 milliards d'euros en 2012.

Le choc sur l'activité de ces pays serait alors puissant : il provoquerait en 2012 une récession violente pour certains pays avec une baisse du PIB de 3,9 % en Italie (contre -5,1 % en 2009), de 2,6 % au Royaume-Uni (contre -4,9 % en 2009). La récession serait proche en France (-1,7 %) et en Espagne (-1,5 %) alors que le PIB allemand baisserait légèrement (-0,3 %).

Cas n°3 : Seuls les pays de la zone euro respectent leur engagement

Le Royaume-Uni ayant déjà mis en place un plan de rigueur important, et compte tenu du fait que leur contrainte en termes de déficit est plus souple que celle des pays de la

zone euro, nous avons supposé que seuls les grands pays de la zone euro respectaient leurs engagements de déficit public. Dans ces conditions, l'effort cumulé d'économie représenterait plus de 130 milliards d'euros en 2012 dont près de la moitié serait du seul fait de l'Italie (61,7 milliards).

Le choc récessif serait alors concentré sur la zone euro avec une récession dans tous les pays étudiés à l'exception de l'Allemagne (0,1 %). L'économie britannique éviterait un nouvel épisode récessif (0,5 %) mais elle ne remplirait pas son objectif de déficit public fixé à 6,5 points de PIB, puisque ce dernier s'établirait à 8,2 points de PIB.

Tableau 2. Impact sur le PIB du respect des engagements de réduction des déficits en 2012

En %		Allemagne	France	Italie	Espagne	Royaume-Uni
Prévision OFCE						
PIB		1,2	0,8	0,4	0,9	0,7
Solde public (en point de PIB)		-1,4	-5,2	-3,4	-5,0	-8,0
Si chaque pays respecte seul son engagement						
PIB		0,9	-0,5	-2,9	-0,1	-1,9
Solde public (en point de PIB)		-1,3	-4,5	-1,5	-4,4	-6,5
Si les pays de l'Union européenne respectent leurs engagements						
PIB		-0,3	-1,7	-3,9	-1,5	-2,6
Solde public (en point de PIB)		-1,3	-4,5	-1,5	-4,4	-6,5
Si les pays de la zone euro respectent leurs engagements						
PIB		0,1	-1,4	-3,6	-1,2	0,3
Solde public (en point de PIB)		-1,3	-4,5	-1,5	-4,4	-8,2
Rappels des engagements pour 2012		-1,3	-4,5	-1,5	-4,4	-6,5

Source : Calculs OFCE.

What new European austerity plans await us in 2012?

By [Eric Heyer](#)

To meet French commitments vis-à-vis Brussels to a general government deficit in 2012 of 4.5% of GDP, the French Prime Minister Francois Fillon announced a new plan to cut the budget by 7 billion euros. Will the plan, announced 7 November, be sufficient? Certainly not! So what new austerity

plans should we expect in the coming months, and what impact will they have on growth in 2012?

In early October 2011, among the points we indicated in our forecast dossier was that, of all the finance bills approved in Europe, no major country has met its commitment to reduce the deficit.

This will be the case in particular of Italy and the UK, which could face a gap of between 1.5 and 2 percentage points between the final public deficit and their commitment. In the case of France and Spain, the gap will probably be 0.6 and 0.7 point, respectively. Only Germany will come very close to its commitments (Table 2).

Unlike in previous years, the implementation of these commitments would seem probable: in an uncertain financial context, being the only State not to comply with its promise of fiscal consolidation would be punished immediately by more expensive financial terms on the repayment of its debt.

This will therefore require the adoption of new austerity plans in the coming months. But by attempting to reduce their deficits too early, too quickly and in a synchronized fashion, the governments of the European countries are running the risk of a new downturn. Indeed, as we noted in a recent study, tightening budget policy during a cyclical downturn in all the European countries and doing so in a situation of a persistent "liquidity trap" is contributing to the formation of a strong multiplier, close to unity.

How many billion euros will be targeted by the next fiscal savings plans? What impact will they have on economic growth? Several possible cases were considered.

Case 1: Each country respects its commitment alone

In order to isolate the impact on growth of the national savings plan and those of the partners, we have assumed that each country meets its commitment alone. Under this

assumption, the effort would be significant in Italy and the UK, which would present new austerity plans for, respectively, 3.5 and 2.8 points of their GDP (56 and 48.7 billion euros). France and Spain would implement an austerity plan two to three times smaller, about 1.2 points of GDP, representing 27 and 12.1 billion euros, respectively. Finally, the German savings plan would be the weakest, with 0.3 point of GDP (7 billion euros) (Table 1).

Table 1. Amount needed to meet the public deficit commitments in 2012

	Germany	France	Italy	Spain	United Kingdom
If each country meets its commitment alone					
In billions of euros	7.0	27.0	56.0	12.1	48.7
In GDP points	0.3	1.3	3.5	1.1	2.8
If the EU countries respect their commitments					
In billions of euros	22.3	39.8	63.9	19.6	55.2
In GDP points	0.9	2.0	4.0	1.8	3.2
If the euro zone countries meet their commitments					
In billions of euros	16.6	36.1	61.7	17.9	
In GDP points	0.6	1.8	3.9	1.7	

Source: OFCE calculations.

These different national austerity plans, taken in isolation, would have a non-negligible impact on the growth of the countries studied. With the exception of Germany, which would continue to have positive growth in 2012 (0.9%), this kind of strategy would plunge the other economies into a new recession in 2012, with a decline in their GDP ranging from -0.1% for Spain to -2.9% for Italy. France would experience a decline in activity of -0.5% and the British economy of -1.9% (Table 2).

Table 2. Impact on GDP of meeting the deficit reduction commitments in 2012

In %	Germany	France	Italy	Spain	United Kingdom
OFCE forecast					
GDP	1.2	0.8	0.4	0.9	0.7
Public deficit (in GDP points)	-1.4	-5.2	-3.4	-5.0	-8.0
If each country meets its commitment alone					
GDP	0.9	-0.5	-2.9	-0.1	-1.9
Public deficit (in GDP points)	-1.3	-4.5	-1.5	-4.4	-6.5
If the EU countries respect their commitments					
GDP	-0.3	-1.7	-3.9	-1.5	-2.6
Public deficit (in GDP points)	-1.3	-4.5	-1.5	-4.4	-6.5
If the euro zone countries meet their commitments					
GDP	0.1	-1.4	-3.6	-1.2	0.3
Public deficit (in GDP points)	-1.3	-4.5	-1.5	-4.4	-8.2
Remainder of commitments for 2012	-1.3	-4.5	-1.5	-4.4	-6.5

Source: OFCE calculations.

Case 2: All the EU countries meet their commitment

Of course, if all the major European countries were to adopt the same strategy at the same time, then the savings effort would be greater. It would amount to about 64 billion euros in Italy and 55 billion euros in the UK, accounting for 4 and 3.2 percentage points of GDP, respectively. The additional effort would be about 2.0 percentage points of GDP for France and Spain (respectively 39.8 and 19.6 billion euros) and 0.9 GDP point for Germany (22.3 billion euros). In total for the five countries studied, the cumulative savings effort would represent more than 200 billion euros in 2012.

The shock on the activity of these countries would be powerful: it would cause a violent recession in 2012 for some countries, with a fall in GDP of -3.9% in Italy (against -5.1% in 2009), and -2.6 % in the UK (against -4.9% in 2009). France would be close to recession (-1.7%), as would Spain (-1.5%), while German GDP would decline slightly (-0.3%).

Case 3: Only the countries in the euro zone meet their commitment

As the UK has already implemented a substantial austerity program, and given that their constraints in terms of the deficit are more flexible than those of countries in the euro zone, we assumed that only the major countries in the euro zone complied with their commitments on the public deficit. Under these conditions, the cumulative savings effort would represent more than 130 billion euros in 2012, almost half of which would be from Italy alone (61.7 billion).

The recessionary shock would thus be focused on the euro zone, with a recession in all the countries studied except Germany (0.1%). The British economy would avoid a new period of recession (0.5%), but it would not meet the target of 6.5 percentage points of GDP for the public deficit, which would come to 8.2 GDP points.

Plus rien ne s'oppose à la nuit

par [Xavier Timbeau](#)

Le 7 novembre 2011, le gouvernement a annoncé un [plan de restriction budgétaire](#) qui prend acte d'un « ralentissement de la croissance mondiale ». Il fait suite à la révision fin octobre 2011 du scénario de croissance utilisé dans le [projet de loi de finance 2012](#), présenté fin septembre aux assemblées. Au lieu d'anticiper 1,75 % de croissance annuelle du PIB en 2012, l'hypothèse retenue aujourd'hui est de 1 %. La logique semble claire : face à des vents mauvais, soumis à un objectif de réduction des déficits publics (4,5 % du PIB en 2012 après 5,2 % en 2011) le gouvernement réagit rapidement en amendant sa stratégie de finances publiques afin d'éviter le scénario catastrophe que l'Italie est en train de vivre. La crise des dettes souveraines européennes impose de conserver la confiance des marchés financiers.

Une combinaison de hausse de l'imposition et de restriction de dépenses devrait réduire *ex ante* le déficit public de 7 milliards d'euros en 2012 qui s'ajoutent à ceux annoncés en [août 2011](#), 10,4 milliards d'euros en 2012, soit au total 17,4 milliards d'euros (0,9 % du PIB). L'impulsion (*i.e.* la variation du déficit public primaire structurel) serait en 2012 de -1,5 % du PIB en 2012 après avoir été de -1,4 % en 2011, ce qui constitue un effort sans précédent dans l'histoire budgétaire de la France.

Tout pousse à se résigner à cette logique météorologique et

ménagère de la conduite de la politique économique. La croissance nous fait défaut, il faut être moins prodigue et réduire le train de vie de l'Etat et des administrations publiques. Mais, ce faisant on s'enferme dans une spirale récessive particulièrement dangereuse. La réduction de la croissance par rapport aux estimations initiales ne tombe pas du ciel. Elle résulte d'abord de la restriction budgétaire déjà engagée en 2011. C'est le jeu du multiplicateur budgétaire qui impose sa logique, au moins à court terme. Une restriction budgétaire amoindrit la croissance du PIB, dans une proportion égale au multiplicateur budgétaire. C'est pourquoi le scénario de croissance à 1 % était parfaitement prévisible (et aurait dû être intégré dans le projet de loi de finance 2012, voir la [prévision de l'OFCE](#)). On retient habituellement un multiplicateur budgétaire à un an de l'ordre de 0,7 (qui varie cependant selon les mesures prises) parce que la France est une « petite » économie ouverte (voir nos [analyses](#) ou les [travaux du FMI](#)).

Dans une situation de trappe à liquidité et de cycle bas, le multiplicateur budgétaire peut être plus élevé, mais c'est en limitant l'analyse à une petite économie que l'on commet l'erreur la plus grave. Au niveau de la zone euro ou de l'Union européenne, le multiplicateur budgétaire n'est plus celui d'une « petite » économie ouverte (0,7), mais celui d'une grande économie « peu » ouverte (supérieur à 1). Or tous, ou presque tous les pays de l'Union européenne s'engagent dans des plans de restriction budgétaire, suivant la même logique imparable de la rigueur ; ainsi lorsqu'on fait le bilan de ces politiques à l'échelle européenne et non plus nationale, on comprend pourquoi la croissance en Europe sera faible voire négative. En effet, comme empêché par des œillères, chaque pays européen constate que son scénario de croissance ne se réalisera pas et rajoute de la restriction à la restriction. Mais, lorsque le multiplicateur est élevé, la réduction du déficit public est très inférieure à sa baisse *ex ante*, du fait d'une croissance économique moins forte : en

Europe, pour un multiplicateur budgétaire de 1,3, un point de réduction des déficits *ex ante* induit une réduction *ex post* de 1/3 point du déficit public. Une autre manière de le dire : pour tenir un objectif donné de déficit, il faut faire un effort trois fois plus important que ce que l'arithmétique simple indique.

Après le plan de rigueur supplémentaire de novembre 2011, on peut s'attendre à ce qu'il y en ait d'autres. Pour tenir les engagements des gouvernements européens annoncés aujourd'hui, il faudra une récession en Europe en 2012. Tant que l'on fixera comme objectif des réductions de déficit public, tant que l'on « oubliera » les effets sur la croissance et donc sur les déficits publics de ces restrictions, on ira de mauvaises nouvelles en mauvaises nouvelles. En continuant de se référer aux rares exemples de restrictions qui ont fonctionné – le Canada ou les pays scandinaves des années 1990 –, on se trompe radicalement de diagnostic : l'Union européenne est une grande économie peu ouverte ; une dévaluation compétitive ne viendra pas compenser les restrictions budgétaires ; la politique monétaire ne stimulera pas suffisamment l'économie pour éviter le pire. La politique macroéconomique ne se conduit pas régionalement, mais globalement.

Sans croissance, les dettes publiques paraîtront insoutenables à des marchés financiers qui sont à la fois juges et victimes de l'insécurité des dettes publiques. Pourtant, les pays européens s'engagent dans une phase sans précédent de contrôle de ses finances publiques (avec succès, comme l'attestent les impulsions négatives en 2011, réalisées et celles annoncées pour 2012). De plus, l'Europe est dans une situation budgétaire globale préférable à celle des autres pays développés, ce qui donne à cette crise des dettes souveraines un parfum de renoncement catastrophique. L'alternative est de relâcher la pression des marchés sur le financement des Etats européens en franchissant le pas de la solidarité européenne sur les dettes publiques. Cette solidarité pourrait être

garantie par la Banque centrale européenne ou n'importe quelle institution *ad hoc*. Au final, il faudrait « monétiser » les obligations souveraines lorsque cela est nécessaire, sans limite, afin que chacun soit sûr que jamais un titre public ne fera défaut. Alors, la stratégie budgétaire de retour à l'équilibre pourrait être conduite avec un objectif de moyen terme, et non plus de court terme et on pourrait espérer sortir d'une récession, dont pour l'instant on ne voit pas la fin.

Le Sommet du G20 de Cannes : chronique d'une déception annoncée ?

par [Jérôme Creel](#) et [Francesco Saraceno](#)

(une première version de ce point de vue est parue sur le site [lemonde.fr](#), [ici](#))

Trop longue, trop technique, la [déclaration finale](#) d'action collective du Sommet du G20 à Cannes montre qu'aucune vision claire et partagée des turbulences économiques et financières qui secouent l'économie mondiale ne s'est dégagée lors du Sommet. Et Sénèque de nous rappeler que la déception aurait été moins pénible si l'on ne s'était pas d'avance promis le succès.

Après les annonces officielles, la déception était palpable à l'issue d'un sommet du G20 au cours duquel aucune avancée significative n'a été réalisée pour les dossiers les plus importants du moment, la relance de la croissance notamment. Les questions agricoles et financières, cruciales elles aussi,

n'ont donné lieu qu'à des déclarations d'intention, avec le rappel pour ces dernières des engagements pris... en 2008 ! Cette déception doit être cependant relativisée car le G20 est principalement une instance de discussion plutôt que de décision. Que reste-t-il en effet des engagements pris par le G20 de Londres d'avril 2009 en pleine récession mondiale ? Les politiques budgétaires expansionnistes ? Oubliées, sous l'effet de l'endettement public qu'elles ont produit, endettement qui, soit dit en passant, était parfaitement prévisible. La régulation financière renforcée ? Ressassée, mais point encore mise en œuvre, malgré la détermination affichée à Paris les 14 et 15 octobre 2011. La volonté d'échapper au protectionnisme ? A peine mentionnée, elle n'aura d'ailleurs pas empêché la constitution de 36 cas de [différends commerciaux](#) portés auprès de l'OMC, dont 14 impliquant la Chine, l'UE et/ou les Etats-Unis. Il ne reste plus que les politiques monétaires, « expansionnistes aussi longtemps que nécessaire » dans les déclarations préalables au Sommet. Le sort du système monétaire international ne dépend-il que du bon vouloir des banquiers centraux, indépendants de surcroît ?

La réunion a en outre été perturbée par la crise qui secoue la zone euro, qui a quasiment effacé de l'agenda des dossiers importants comme cette réapparition du protectionnisme, reléguée aux paragraphes 65 à 68 d'un document en comportant 95. A Cannes les pays émergents et les Etats-Unis ont été spectateurs d'un drame qui se déroulait entre Paris, Berlin, Rome et Athènes.

Cette crise qui secoue la zone euro découle de l'hétérogénéité des pays qui la constituent, comme la crise financière déclenchée en 2007 fut causée, outre l'absence de réglementation financière, par l'hétérogénéité croissante entre pays mercantiles et pays supposés être les eldorados de l'investissement, d'un côté la Chine et l'Allemagne, de l'autre, les Etats-Unis et l'Irlande. L'hétérogénéité

européenne, l'une des [quatre déficiences de la zone euro](#), a conduit les pays disposant d'un excédent de leur balance des comptes courants à financer les pays en situation de déficit. Seule et avec la priorité donnée à la lutte contre l'inflation que le Traité de l'UE lui a imposée, la BCE est impuissante à renforcer la convergence au sein de la zone euro. Cependant, à court terme elle peut mettre fin à la crise de l'euro en acceptant d'apporter une garantie intégrale sur les dettes publiques de la zone euro (voir [\[1\]](#), [\[2\]](#) ou [\[3\]](#)), et en augmentant sensiblement ses [acquisitions de titres de dette publique européenne](#). Ceci préserverait la stabilité financière européenne et engendrerait peut-être des anticipations inflationnistes, contribuant ainsi à sortir l'économie européenne de la [trappe à liquidité](#) dans laquelle elle se trouve depuis le début de la crise financière. Notons que malgré son activisme, la Réserve fédérale américaine n'a pas jusque-là réussi à engendrer de telles anticipations et reste engluée dans une même trappe à liquidités.

A plus longue échéance, il convient de revoir la gouvernance économique européenne. L'usage actif des politiques économiques aux Etats-Unis et en Chine contraste avec la prudence affichée par la BCE et avec les réticences européennes à mener des politiques budgétaires expansionnistes, et plus généralement avec le choix de bâtir la gouvernance économique européenne sur le refus des politiques discrétionnaires. Ainsi serait-il souhaitable que, tout en préservant son indépendance, la BCE puisse poursuivre un [double mandat](#) d'inflation et de croissance, et que les [règles qui disciplinent](#) la politique budgétaire soient plus « intelligentes » et flexibles.

Donner aux autorités de politique économique la possibilité de mener des politiques discrétionnaires ne doit pas faire oublier le risque de manque de concertation, qui peut amener le Congrès américain à menacer unilatéralement de taxes compensatoires les marchandises importées de pays dont la

monnaie serait sous-évaluée. Une telle volonté fait resurgir le spectre du protectionnisme, et les pays du G20 devraient envisager un mécanisme pour coordonner les politiques, et éviter ainsi des guerres commerciales plus ou moins explicitement déclarées.

En outre, une guerre des monnaies ne semble pas une façon efficace de protéger nos économies : la sous- ou surévaluation d'une monnaie est un concept complexe à appliquer, et l'incidence de la valeur d'une devise sur les exportations et importations est rendue très incertaine par la fragmentation internationale de la production de marchandises et de services. A une politique défensive, il vaut donc sans aucun doute mieux substituer une [politique industrielle active](#), permettant de tirer profit de nouvelles niches technologiques créatrices d'activités et d'emplois.

Au final, pour que les mots aient un sens concret – pour « engendrer la confiance et la croissance » dans les économies avancées et « soutenir la croissance en contenant les pressions inflationnistes » dans les économies émergentes ([Communiqué du G20](#), Paris, 14-15 octobre 2011) -, il faut remettre en cause la « contagion des [contractions budgétaires](#) » qui secoue aujourd'hui la zone euro et, plutôt qu'une phase supplémentaire de rigueur, mettre à l'ordre du jour des plans de relance dans les économies avancées pendant que les taux d'intérêt sont encore bas. Ces plans doivent être ciblés pour engendrer de la croissance et ne pas mettre en péril la solvabilité des finances publiques : il faut donc favoriser les investissements publics. Ils doivent être coordonnés entre eux pour en maximiser l'impact global, mais aussi avec l'action des banques centrales, afin que celles-ci les accompagnent par le maintien de taux d'intérêt bas. Le Sommet de novembre 2011 arrivait à point nommé pour qu'une telle concertation émerge. Il n'en fut malheureusement rien.

The G20 Summit in Cannes: Chronicle of a Disappointment Foretold?

By [Jérôme Creel](#) and [Francesco Saraceno](#)

Too long and too technical, the [final declaration](#) of collective action of the G20 Summit in Cannes shows that no clear and shared vision of the economic and financial turmoil that is rocking the global economy has emerged at the Summit. And as Seneca reminds us, the disappointment would have been less painful if success had not been promised in advance.

According to the official announcements, the disappointment was palpable at the end of a G20 summit in which no significant progress was achieved – on the most important issues of the moment, the revival of growth in particular. The crucial issues of agriculture and finance gave rise simply to declarations of intent, with a reminder of the commitments made on these ... in 2008! The disappointment must be kept in perspective, however, as the G20 is primarily a forum for discussion rather than for decisions. Indeed, what remains of the commitments made in April 2009 by the G20 in London, mired in global recession? The expansionary fiscal policies? Forgotten, as a result of the public debt that they have produced – debt, by the way, that was perfectly predictable. Strengthened financial regulation? Repeatedly trotted out, but still not implemented, despite the determination displayed in Paris on 14 and 15 October 2011. The desire to avoid protectionism? Barely mentioned, nor did this succeed in preventing the outbreak of 36 [trade disputes](#) brought before the WTO, including 14 involving China, the EU and / or the

United States. All that remains is a monetary policy that is “expansionary as long as necessary”, in the words of the pre-Summit statements. So does the fate of the international monetary system depend simply on the good will of the central bankers, independent as they are?

The meeting was also troubled by the crisis hitting the euro zone, which virtually forced off the agenda such important issues as the resurgence of protectionism, which was relegated to paragraphs 65 to 68 of a 95-paragraph document. At Cannes, the emerging economies and the US were spectators of a drama unfolding between Paris, Berlin, Rome and Athens.

The crisis hitting the euro zone is a result of the heterogeneity of its constituent countries, much as the financial crisis triggered in 2007 was a result not just of a lack of financial regulation but also of the increasing heterogeneity between mercantile countries and countries presumed to be the El Dorados of investment, on the one hand China and Germany, and on the other, the United States and Ireland. This European heterogeneity, one of four deficiencies of the euro zone, has led countries with a surplus in their current accounts to finance countries running a deficit. Alone, and with its priority on the fight against inflation imposed by the Treaty of the EU, the ECB is unable to promote convergence within the euro zone. However, in the short term it can end the crisis in the euro by agreeing to provide full coverage of public debts in the euro zone (see [\[1\]](#), [\[2\]](#) or [\[3\]](#)), and by significantly increasing its [purchases of government debt in Europe](#). This would maintain European financial stability and perhaps generate inflationary expectations, thereby helping to lift Europe’s economy out of the [liquidity trap](#) in which it has been mired since the beginning of the financial crisis. Note that despite its activism, the US Federal Reserve has not so far managed to create such expectations and remains caught in the same kind of liquidity trap.

In the longer term, it is necessary to review European economic governance. The active use of economic policy in the United States and China contrasts with the caution displayed by the ECB and with the European reluctance to pursue expansionary fiscal policies, and more generally with the decision to build European economic governance on a refusal of discretionary policies. It would be desirable for the ECB, while preserving its independence, to be able to pursue a [dual mandate](#) on inflation and growth, and for the [rules that discipline](#) fiscal policy to be “smarter” and more flexible.

Giving the economic policy authorities an opportunity to implement discretionary policies should not mean forgetting about the risks posed by the absence of a coordinated approach, which may lead the US Congress to threaten unilateral compensatory taxes on goods imported from countries whose currency is undervalued. This move is evoking the specter of protectionism, and the G20 countries should consider a mechanism to coordinate policy so as to avoid the trade wars that are already being more or less explicitly declared.

Furthermore, a currency war does not seem to be an effective way to protect our economies: the under-or overvaluation of a currency is a complex concept to apply, and the impact of a currency's value on exports and imports is made very uncertain by the international fragmentation that characterizes the production of goods and services. Rather than employing a defensive policy, it is definitely better to substitute an [active industrial policy](#) to take advantage of new technological niches that create business and jobs.

Finally, for words to have real meaning – to “build confidence and support growth” in the advanced economies and “support growth” while “containing inflationary pressures” in the emerging economies ([G20 Communiqué](#), Paris, 14-15 October 2011) – we must challenge the “contagion of [fiscal contraction](#)” that is now shaking the euro area and, rather than an additional

phase of rigor, put recovery plans on the agenda in the advanced economies while interest rates are still low. These plans must be targeted in order to generate growth and not jeopardize the solvency of public finances: it is thus necessary to encourage public investment. To maximize their overall impact, these plans need to be coordinated, including with the actions of the central banks, so that the latter can support them by maintaining low interest rates. The Summit in November 2011 was very timely for this kind of coordinated approach to emerge. Unfortunately, it didn't.

Retrouver la confiance dans l'euro : trois urgences

par [Jérôme Creel](#)

Dans une communication devant la Commission ECON du Parlement européen, lundi 17 octobre 2011, à propos de la gouvernance économique européenne, trois urgences sont recensées pour sauver l'euro et améliorer sa gestion.

Sauver l'euro sans délai supplémentaire est la priorité : pour cela, il faut doter suffisamment le FESF et requérir de la BCE qu'elle poursuive ses interventions sur les marchés d'obligations publiques, afin que se résorbe l'écart entre les taux longs des pays périphériques et ceux des pays du coeur de la zone euro (Allemagne, France, Pays-Bas), où les seconds baissent, au bénéfice donc de l'Allemagne, de la France et des Pays-Bas, tandis que les premiers augmentent et font peser un lourd fardeau sur les finances publiques de la Grèce, certes, mais aussi du Portugal et de l'Espagne.

Deuxièmement, il faut appliquer au plus vite les nouvelles dispositions législatives modifiant le Pacte de Stabilité et de Croissance et créant un dispositif symétrique de surveillance des déséquilibres macroéconomiques. Cette seconde priorité est urgente, elle aussi : elle doit permettre à la zone euro d'échapper à l'avenir à une nouvelle crise, du moins de s'en prémunir par des instruments et une surveillance adéquats. Dans ce cadre, le Parlement européen est invité à "contrôler les contrôleurs" afin que la confiance des Européens dans leurs institutions s'améliore sensiblement.

Enfin, il faut s'assurer du bon fonctionnement de la gouvernance européenne. Rien n'est perdu, des règles intelligentes existent : elles doivent être appliquées après concertation. Le ciblage d'inflation pour le versant monétaire et l'authentique règle d'or des finances publiques pour le versant budgétaire doivent émerger.

Communication devant la Commission ECON, Parlement européen,
17 octobre 2011

Without trust, no thrust: some reflections on the new EU agenda for policy reforms (first version [here](#))

Dear Madame Chair,

Dear Honorable Members,

After almost two years of European turmoil related to the bad management of public finances in a few Eurozone countries, and more than four years after a deep worldwide crisis, time is certainly ripe for reaching European solutions to cure the crisis. Two emergencies are at stake: first, stopping distrust's contagion vis-à-vis Eurozone members; second, stopping misbehaviors' contagion among Eurozone members in the future. By the way, this second emergency certainly necessitates a separation between two periods: the short run and the longer run.

1. Short run emergency 1: improving trust in the Euro

In order to cope with the first emergency, Eurozone countries need a more automatic solidarity mechanism. There have been different options discussed and implemented so far at the Eurozone level, from the EFSF (then future ESM) to Eurobonds, or the intervention of the ECB on secondary markets. They all need to be enforced and implemented as soon as possible without limitations, otherwise discrepancies in long-term yields on public bonds will continue to grow across Eurozone members, at the expense of countries with twin deficits and at the benefit of countries which are closer to twin balance. Without strong automatic interventions, Eurozone countries take the risk of feeding distrust in their ability to support the Euro. The consequence might be distrust in the future of the Euro, distrust in the future of the EU project.

2. Short run emergency 2: enforcing the “6-pack” with improvement in its democratic content

In order to cope with the second emergency, the European Commission, the President H. van Rompuy and the European Parliament have dealt with the EU governance of the near future through a “6-pack” of legislative amendments which were adopted on 25 September 2011.

A major step has been made in the good direction: macro imbalances are no longer automatically related to deficits as they may also refer to surpluses; and a macro imbalance can be considered “excessive” only to the extent that it “jeopardizes or risks jeopardizing the proper functioning of the EMU”. This is clear understanding that provided Eurozone countries are primarily partners rather than competitors, their trade links shall not be automatically confounded with risky imbalances for they do not impinge on the common currency, the Euro.

The “6-pack” also deals with the better enforcement of the Stability and Growth Pact, introducing earlier sanctions, and

a more comprehensive fiscal surveillance framework. This is certainly necessary to make sure that the risk of moral hazard in the Eurozone is reduced to a minimum. However, the overall '6-pack' must pass beforehand criteria for the effectiveness of a fiscal rule.

There have been different ways to assess reform proposals for economic policies. A well-known and convenient one is a set of criteria first developed by George Kopits and Steven Symansky at a time when both were working at the IMF. According to them, a fiscal rule is effective if it is well-defined, transparent, simple, flexible, adequate relative to goal, enforceable, consistent and efficient. In an amendment by the European Parliament related to macro imbalances, one can read that the indicators in the scoreboard must be relevant, practical, simple, measurable and available; moreover, flexibility is advocated in the assessment of macro imbalances. The Kopits-Symansky criteria are thus still relevant, and only their seventh criterion, consistency, seems to have been forgotten from the list. Does it reveal that through the current reform proposals, no one wishes to deal with monetary policy, which consistency with fiscal policies might well be assessed, and the other way round?

I have written elsewhere my own views on Kopits and Symansky's set of criteria ([Creel, 2003](#); [Creel and Saraceno, 2010](#)), but I think I need to insist on the simplicity one. I fear the existence of a so-called "simplicity" criterion when complex problems are arising. For instance, a strong public deficit may be due to 'bad times' (recession, slow GDP growth), interest rates hikes, wrong policies, a non-existing tax system, etc. A simple rule cannot handle the multiplicity of the causes for a deficit. I also fear that such a criterion is simply disrespectful towards the people: well-informed people can certainly approve complex rules if they believe that those who implement them target the common interest.

It leads me to propose that the "simplicity" criterion is

changed into a “democratic” criterion. That change would not be substantial as regards Kopits and Symansky’s justification of their criterion: simplicity is required, they say, to enhance the appeal of the rule to the legislature and to the public. Changing “simplicity” into “democratic” would thus be consistent with their view. It would add two advantages. First, there would be no need to target simple or simplistic rules, if more complex ones are required. Second, to enhance their appeal to the public, these rules should be endorsed and monitored by a Parliament: as their members are the representatives of the public, the latter would be fully informed of the nature and properties of the rule.

What would be the main consequences of assessing reform proposals through the lens of democratic content in the current context? First, the now-complex setting of fiscal rules in the EU, under the amendments of 25 September 2011, is well-defined but it is no longer simple. That should not lead us to assume that these rules will not be efficient. Second, if all European authorities, including the European Parliament, approved a stricter surveillance mechanism for fiscal policies, macro imbalances, and employment guidelines, control over the misbehaving countries should be shared with all these authorities, hence also including the European Parliament. The implication of the latter, with that of the European Council, would enhance the appropriation of rules by the public, and the trust of the public in their institutions. Third, another consequence would be that automaticity in sanctions should not be an option for automaticity is contradictory with the essence of a democracy: contradictory debates.

Are the current reform proposals respecting the “democratic” criterion? The implication of the EP in these reforms already calls for a positive answer. Nevertheless, the implication of the EP in “checking the checkers” is necessary to achieve a definite positive answer. This implication might be very

productive in reassessing the effectiveness of the policies which are undertaken in a country where suspicion of misbehavior is developing. The implication of the Economic Dialogue and the European Semester should also be used to improve trust in the EU institutions and the Eurozone governments, with due respect to the subsidiarity principle. Sharing information, analyses, data should be viewed by all partners as a way to achieve cooperation, keeping in mind that John Nash showed through his solutions that cooperative equilibria always lead to a win-win situation.

“Checking the checkers”, as I mentioned above, involves an informed assessment of the effectiveness of fiscal policies. Such an assessment is not dealt with in the current Stability and Growth Pact. During the procedure of fiscal surveillance, and before sanctioning a country, it is of the highest priority to gauge the effectiveness of a fiscal policy which has led to higher deficits and debts.

Discussions about fiscal policies are usually very pessimistic nowadays, as far as their effectiveness is concerned, but those endorsing these discussions take the risk that the people have finally no trust in their governments, for they are said to follow the wrong policies, and in the European institutions that are not able to stop these policies.

It may be useful to recall (once again?) that a consensus exists in the economic literature about the sign of the fiscal multiplier: it is [positive](#). And because of that, the Chinese, US, German, French, etc. governments decided to increase their deficits through discretionary policies during the worldwide crisis: these governments were conscious that their policies were helpful. Why shouldn't they during other 'bad times'? Why should we all think that a contagion of fiscal restrictions in the EU will help us thrust again? Good policymaking requires that policies are contingent to the economic situation (GDP growth, inflation rate, level of unemployment, etc.).

In my view, at this stage, there are two important prerequisites to a rapid improvement in the EU governance, and I do not think they require a new Treaty. We all know that at the ECB and beyond, some argue that political pressures led this institution to buy public bonds, in contrast, they add, with the EU Treaty. Its independence would have been at stake. For this reason, the first prerequisite is in recalling the independence and mission of the ECB. The ECB is a young institution and it needs confidence in itself, as a teenager does. Once definitely adult, after full confidence is reached, the ECB will not fear coordination or cooperation with governments and the EP that fully respect its independence but may wish to improve the consistency of their policies with its.

The second prerequisite is in recalling the objectives of the EU, growth and stability, and in admitting that there is not a single way to achieve these objectives, for countries are still so different within the EU, even within the Eurozone. The 'one size fits all' is no longer an option, hence the necessity to complement fiscal rules with an assessment of macro imbalances and with regular, transparent, and democratically-controlled assessments of the relevance of the underlying analyses by governments on the one hand, and controllers on the other. There is a strong role for the EP in acknowledging and managing this no 'one size fits all' way of dealing with fiscal rules.

3. Longer run emergency 2: more intelligent rules?

In the longer run, if improvements by the ECB in cooperating with governments have not materialized, a binding commitment to follow a cooperative behavior could be included in the statutes of the ECB. A change in its statutes might also be considered, with a view to adopting, for instance, a [dual mandate](#) similar to that of the Fed. That way, it would be clear that "if 5% inflation would have (Central bankers') hair on fire, so should 9% unemployment" (Ch. Evans, 2011). Another

possibility would be to urge the ECB to implement full inflation targeting. That would require the ECB to make public its forecasts and minutes of decisions, thus enhancing information and potentially influencing the private sector.

Lastly, the most important debate on fiscal policymaking is in wondering what governments are doing with tax and spending, and how they finance them. The European Semester and the monitoring of indicators of macro imbalances certainly go in the good direction, but rather than a global view on the evolution of deficits and debts, Eurozone countries should think about circumscribing the good and bad parts of taxes and spending and make sure they all target the good policy, at their benefit and at the benefit of others. Of course, this is not an easy task, but it is a task that would make the EU fiscal rules ever more "intelligent".

Having common objectives within Europe 2020, it could be thought of having common tools to reach them: a higher EU budget? Or an authentic but modified [golden rule of public finance](#) where some expenditures proved to be productive, with the agreement of all EU member states, would be left out of the scope of binding rules? That is not the hot topic of the day, but had it been before the SGP reform of 2005 that the stability of the Eurozone might not have been at stake the way it has been since the worldwide crisis.

I thank you for your attention.

Pourquoi les pays développés doivent renoncer à leur AAA

par [Catherine Mathieu](#) et [Henri Sterdyniak](#)

Par essence, les Etats à monnaie souveraine devraient renoncer à leur AAA : en effet, quelle logique y-a-t-il à voir des agences de notation noter un Etat dont le défaut est rendu impossible par sa capacité à créer sa propre monnaie ? Pour éviter la dépendance envers ces agences de notation et mettre fin à la crise qui sévit en Europe, les Etats membres de la zone euro doivent retrouver leur souveraineté monétaire par la garantie conjointe quasi-intégrale des dettes publiques.

Depuis 1945, aucun pays développé n'a fait défaut sur sa dette publique. Celle-ci était sans risque, puisque les Etats s'endettaient dans leur propre monnaie et pouvaient toujours se financer auprès de leur banque centrale. Les pays développés jouissaient de la « souveraineté monétaire ». C'est toujours le cas aujourd'hui pour le Japon (qui s'endette à 10 ans à 1% malgré une dette de 210% du PIB), les Etats-Unis (qui s'endettent à 2% avec une dette de 98% du PIB), le Royaume-Uni (qui s'endette à 2,5% pour une dette de 86% du PIB).

Les banques et les assurances ne peuvent fonctionner si elles ne disposent pas d'un actif sans risque et si elles doivent se garantir contre la faillite de leur propre Etat, ce qui est bien sûr impossible : les montants en jeu sont énormes et les titres publics servent de garantie aux activités bancaires et d'assurances. Les banques et les assurances ne peuvent accumuler suffisamment de fonds propres pour résister à la faillite de leur pays ou de plusieurs pays de la zone euro. Cette exigence, on le voit aujourd'hui, avec la crise des dettes publiques de la zone euro, mène à la paralysie générale du système bancaire.

Il est foncièrement absurde que les agences de notation notent un État à souveraineté monétaire, comme si son défaut était une possibilité à envisager. Les États à monnaie souveraine devraient renoncer à leur AAA : par essence, leur dette est sans risque puisqu'elle est garantie par le pouvoir de création monétaire de leur banque centrale.

Les pays de la zone euro ont perdu leur « souveraineté monétaire » : selon le Traité de l'Union européenne, la BCE n'a pas le droit de financer les États ; les États membres ne sont pas solidaires. Les marchés financiers s'en sont aperçus à la mi-2009. Du coup, une spéculation incontrôlable s'est déclenchée sur les pays les plus fragiles de la zone : Grèce, Portugal, Irlande, ceux qui avaient connu la plus forte croissance avant la crise, mais qui vont devoir changer leur modèle de croissance ; puis, par effet de domino, sur l'Italie, l'Espagne et même la Belgique. Aujourd'hui, la Belgique doit payer un taux d'intérêt de 3,8 %, l'Espagne de 5,2 % et l'Italie de 5,6 % contre 2,6% pour la France, et même 1,8% pour l'Allemagne. La Grèce, l'Irlande, le Portugal sont ramenés dans la situation des pays en développement de jadis : leurs dettes sont devenues des actifs risqués qui subissent d'importantes primes de risque ; ils doivent passer sous les fourches caudines du FMI.

Ce jeu des marchés financiers risque de paralyser complètement la politique budgétaire. Lorsqu'un pays dispose de la souveraineté monétaire, en période de récession, la banque centrale peut diminuer au maximum son taux d'intérêt et s'engager, si nécessaire, à le maintenir durablement bas ; l'Etat augmente son déficit mais le bas niveau des taux d'intérêt évite que la dette publique ne fasse *boule de neige* ; il provoque une baisse du taux de change, qui soutient l'activité. La garantie des dettes par la création monétaire fait qu'il n'y a pas de risque de faillite, donc pas de raison de devoir en permanence *rassurer* les marchés. La banque centrale, en maintenant les taux longs à de bas niveaux en

période de récession, garantit l'efficacité de la politique budgétaire. La politique budgétaire n'a pas à se soucier des marchés. C'est toujours la stratégie des États-Unis.

En zone euro, le risque est que demain un pays ne puisse plus augmenter son déficit de crainte que les agences ne dégradent sa notation et que ses taux d'intérêt ne s'envolent. Les pays sont donc condamnés à des concours de vertu pour apparaître aussi sages que l'Allemagne aux yeux des marchés. Ceci rend leur politique budgétaire impuissante, et donc leur conjoncture incontrôlable (voir, par exemple, [L'impossible programme des candidats à l'élection présidentielle](#)). La dette publique devient un facteur permanent de risque puisque les États sont à la merci des esprits animaux des marchés. Toute politique économique devrait être évaluée en tenant compte de l'opinion des marchés. Or ceux-ci n'ont pas de compétence macroéconomique particulière. Ils imposent des politiques d'austérité en période de récession, puis se plaignent du manque de croissance. C'est ce qu'ils font aujourd'hui, pour la zone euro en général, pour l'Italie et la Grèce en particulier. Ils favorisent les réformes libérales comme la réduction de la protection sociale ou celle du nombre d'enseignants. Pour que les pays conservent la capacité de réguler leur activité économique, le risque de faillite doit être nul.

La zone euro doit donc choisir entre se dissoudre ou se réformer de façon à garantir les dettes publiques des États membres, qui retrouveraient leur « souveraineté monétaire ». Les dettes publiques européennes doivent redevenir des actifs sans risques, faiblement rémunérés mais totalement garantis (par la solidarité européenne et fondamentalement par la BCE). C'est le seul moyen de maintenir l'autonomie des politiques budgétaires, qui est nécessaire compte tenu des disparités en Europe et de la perte pour chaque pays de l'instrument monétaire et de celui du taux de change.

Le fonctionnement de la zone euro n'a pas été réfléchi au

moment de sa création, en particulier l'arbitrage « autonomie des politiques budgétaires/monnaie unique/souveraineté monétaire ». La garantie conjointe crée un problème d'aléa moral puisque chaque pays peut augmenter sa dette sans limite, mais une absence de garantie laisse le champ libre au jeu des marchés financiers, qui seront en permanence à l'affût. La garantie ne peut être réservée aux pays qui respectent les règles automatiques, injustifiables sur le plan économique et non respectables du Pacte de stabilité. Elle doit être automatique et totale. Pour éviter l'aléa moral, le Traité européen doit comporter un dispositif prévoyant le cas extrême où un pays pratiquerait effectivement une politique budgétaire insoutenable ; dans ce cas, la nouvelle dette de ce pays ne serait plus garantie ; mais ceci ne doit jamais survenir.

N'ayant plus la nécessité de rassurer les marchés, les pays de la zone euro pourraient pratiquer des politiques budgétaires différenciées mais coordonnées, se donnant comme objectif principal le retour à un niveau d'emploi satisfaisant, compatible avec une inflation modérée.

Why the developed countries should renounce their AAA rating

By [Catherine Mathieu](#) and [Henri Sterdyniak](#)

By their very nature, states with monetary sovereignty should renounce their AAA rating: indeed, what is the logic behind having the rating agencies rate a state whose default is rendered impossible by its ability to create its own money? To avoid dependence on the rating agencies and put an end to the

crisis in Europe, the Member States of the euro zone must recover their monetary sovereignty through the joint, virtually complete guarantee of their public debts.

Since 1945, no developed country has defaulted on its debt. There was no risk on the debt, since the states borrowed in their own currency and could always obtain financing from their central bank. The developed countries enjoyed “monetary sovereignty”. This is still the case today for Japan (which enjoys 10-year loans at 1% despite a debt of 210% of GDP), the United States (which borrows at 2% with a debt of 98% of GDP), and the United Kingdom (which borrows at 2.5% with a debt of 86% of GDP).

Banks and insurance companies cannot function if they do not have risk-free assets and if they have to guard against the failure of their own state, which is of course impossible: the amounts involved are enormous, and government securities serve to guarantee banking and insurance activities. The banks and insurance companies could not accumulate enough capital to withstand the bankruptcy of their own country or multiple euro zone countries. As we can see today with the sovereign debt crisis in the euro zone, such a requirement would lead to the general paralysis of the banking system.

It is fundamentally absurd that the rating agencies rate a state with monetary sovereignty, as if its default were an option worth considering. States with monetary sovereignty should renounce their AAA rating: by their nature, their debt is risk-free because it is guaranteed by the central bank’s power to create money.

The euro zone countries have lost their “monetary sovereignty”: under the Treaty of the European Union, the European Central Bank has no right to finance Member States, and the States are not bound by joint liability. The financial markets noticed this in mid-2009, and suddenly uncontrollable speculation erupted, targeting the most fragile countries in

the zone: first Greece, Portugal, and Ireland, which had the fastest growth before the crisis, but will have to change their growth pattern, and then, like dominos, Italy, Spain, and even Belgium. Today, Belgium has to pay an interest rate of 3.8%, Spain 5.2% and Italy 5.6%, compared with 2.6% in France and just 1.8 % for Germany. Greece, Ireland, and Portugal are now in the situation that the developing countries faced yesteryear: their debts have become risky assets subject to high risk premiums, and they are being brought under the yoke of the IMF.

The workings of the financial markets could completely paralyze fiscal policy. When a country enjoys monetary sovereignty, then in a recession the central bank can lower its maximum interest rate and if necessary commit to keeping it low in the long term; the state increases its deficit, but the low interest rates prevent the debt from snowballing; and it pushes exchange rates lower, which boosts activity. Since the debt is guaranteed by the creation of money, there is no risk of bankruptcy, and thus no reason to have to constantly *reassure* the markets. The central bank, by maintaining long-term rates at low levels in a recession, ensures that fiscal policy is effective. Fiscal policy does not need to worry about the markets. This is still the strategy of the United States today.

In the euro zone, the risk is that in the future a country could no longer increase its deficit for fear that the agencies might downgrade its rating and interest rates would then soar. The countries are therefore condemned to prove their virtue so as to appear as wise as Germany in the eyes of the markets. This renders their fiscal policy impotent, and their economic situation spins out of control (see, for example, [*The impossible programme of the candidates for the presidential election*](#)). The public debt becomes a permanent risk factor, since the states are at the mercy of the markets' insatiable appetite. Any economic policy should of course be

assessed while taking into account the views of the markets. Yet the markets have no special competence in macroeconomics. They impose austerity policies during a recession and then turn around and complain about the lack of growth – which is exactly what they are doing today with respect to the euro zone in general, and Italy and Greece in particular. They are promoting free market reforms such as cutting social welfare programs or the number of teachers. For countries to retain the ability to regulate their economic activity, the risk of default needs to be zero.

The euro zone must thus choose between dissolution and a reform that would guarantee the public debt of the Member States, which would re-gain their “monetary sovereignty”. European public debts should become risk-free assets, compensated at low rates but guaranteed in full (by European solidarity and fundamentally by the ECB). This is the only way to maintain the independence of fiscal policy, which is essential given the disparities in Europe and the loss by each country of its monetary and exchange rate instruments.

The functioning of the euro zone was not thought through at the time of its creation, particularly with respect to the trade-off between “autonomy of fiscal policy / single currency / monetary sovereignty”. Joint liability creates a moral hazard problem, as each country can increase its debt without limit, but a lack of a guarantee leaves the field open to the play of the financial markets, which are constantly on the lookout. The guarantee cannot be limited to countries that meet the automatic rules, which is unwarranted economically and fails to comply with the Stability Pact. It should be automatic and total. To avoid moral hazard, the European Treaty should include a provision for the extreme situation where a country carries out an unsustainable fiscal policy, in which case the new debt of the country would no longer be guaranteed – but this should never come to pass.

Freed of the need to reassure the markets, the euro zone

countries could engage in differentiated but coordinated fiscal policies, with their main objective being to ensure a return to a satisfactory level of employment consistent with low inflation.