

From Trichet to Draghi: Results and prospects

By [Christophe Blot](#) and [Eric Heyer](#)

During eight years as head of the ECB, we have seen two Jean-Claude Trichets (JCT): one dogmatic, the other pragmatic. What will be the face of his successor, Mario Draghi of Italy, as he takes office during the unprecedented crisis facing the euro zone?

Over the first five years, the pre-crisis period, we had **JCT the dogmatist**: a very experienced central banker, he scrupulously stuck to his mandate, namely to keep inflation close to 2%. In light of this single criterion, considered essential by the Germans, JCT's record was good, as average inflation in the euro zone during the period was 2.1%. However, several criticisms can be leveled at his post-crisis activity: the first is that in trying to give flesh to the single currency and make it credible, JCT decided to make it "strong" – which is different from "stable". No arrangements were made to control the exchange rate, and he was pleased to see the euro rise from \$1.10 in 2003 to almost \$1.50 in late 2007, an appreciation of 37%. The dogma of the strong euro, of competitive disinflation, has certainly helped to contain inflation, but at the expense of Europe's competitiveness and growth. A less strict interpretation of price stability would have led the ECB to pay more attention to the euro's exchange rate, which would in turn have promoted more vigorous growth and employment in the euro zone. Between 2003 and 2007, average annual growth in the euro zone was 0.6 percentage point lower than in the US and the UK (2.1% against 2.7%), and the unemployment rate was more than 3 points higher (8.4% in the euro zone against 5.1% in the US and UK), with comparable performances on inflation. The second criticism has to do with JCT's strict interpretation of the fight against inflation,

which led him into a serious miscalculation: in the summer of 2008, just weeks before the collapse of Lehman Brothers, while the US economy was already in recession and fears were growing for Europe, the ECB decided to raise interest rates out of fear of renewed inflationary pressures fueled by the rising prices of energy and food raw materials. However, worrying about inflationary pressures at a time when the global economy was about to sink into the greatest crisis since the 1930s was not very perceptive.

For the past three years, a period of crisis, we've had the **JCT the pragmatist**: in the absence of a system of European governance, JCT has been a pillar of Europe's response to the crisis, as he engaged as equals with heads of state and made significant efforts to rescue the financial system. In this regard, and in contrast to the previous four years, he has taken some liberties with the mandate and statutes of the ECB by implementing unconventional measures, especially at the time of the sovereign debt crisis. But by raising rates since the beginning of the year, against a background of mass unemployment and substantial under-utilization of the euro zone's production capacity, JCT the pragmatist has committed the same error of interpretation as JCT the dogmatist did three years earlier: as the rise in inflation was not associated with the risk of an overheating European economy, but rather had its origin in the rising prices of food and energy raw materials, the rate increases have not had any impact on inflation but, on the other hand, they have contributed a bit to further weakening European growth.

In fact, the ECB quickly revised its diagnosis, leaving the door open to a rapid cut in interest rates. It is also likely that Jean-Claude Trichet would have acted faster had he not been at the end of his term. In doing what he did, JCT avoided locking his successor into a specific scenario, and thus left him a range of options in his first steps at the head of the ECB. Mario Draghi quickly ended any suspense about his

intentions by announcing a quarter point cut in interest rates at his first meeting on 3 November. While he was careful to point out that the ECB does not make any commitments to future decisions, the macroeconomic and financial situation points towards at least one further rate cut.

Yet if the question of interest rate policy is a central element of monetary policy and thus of Mario Draghi's mandate, the challenges facing him go far beyond this issue. In the context of the euro zone crisis, the eyes of the world are focused on the ECB's program of securities purchases, which raises the question of the ECB's role in European governance. This question actually involves a number of critical and interdependent matters: the role of lender of last resort, coordination between fiscal policy and monetary policy, and the ECB's role with respect to financial stability.

The current crisis illustrates the difficulties inherent in the functioning of a monetary union that lacks a fiscal union, since in actuality this means that a member of the union is taking on debt in a currency that it does not control. Even though in normal times monetary policy operations in the United States lead the Fed to hold government securities – mostly short-term – the crisis has prompted the US central bank to expand its purchases of securities and to change the structure of its balance sheet by buying government bonds on secondary markets. The Bank of England has taken similar action by purchasing nearly 200 billion pounds of government bonds[1]. As for the Bank of Japan, it has amplified the unconventional measures that were already in place to fight the deflation that has plagued the archipelago since the late 1990s. In taking these actions, the central banks have put downward pressure on long-term interest rates, and they have ensured the liquidity of these markets by acting implicitly as lenders of last resort. While the ECB has also gotten involved in this area by buying more than 170 billion euros of government securities (Italian, Greek, Portuguese and Irish),

the magnitude of its asset purchase program (2.1% of the total public debt of the euro zone countries) is still below the level implemented by the Federal Reserve and the Bank of England, which respectively own more than 10.5% and 16% of the public debt issued by their governments. Moreover, the ECB took care to specify that the program was temporary, had a limited budget and was designed to restore the effectiveness of monetary policy. In a recent comment, Paul de Grauwe compared the ECB's strategy to that of an army chief going off to war who declares that he would never use his full military potential and he would bring all the troops home as soon as possible, that is to say, without ensuring that final victory had been won. A strategy like this is doomed to failure. Only an open-ended commitment could stop the contagion affecting the euro zone countries plagued by budget problems. And only one central bank can offer such a guarantee, through the creation of money. Yet up to now Europe's countries have rejected this path, including at the summit of October 25, while at his first press conference Mario Draghi has only reiterated the strategy of the ECB, even adding that he did not believe that a lender of last resort is the solution to the crisis in the euro zone. As the size of the remaining EFSF is insufficient to halt the contagion, it is likely that the role of the ECB will once again take center stage. It is to be hoped that Mario Draghi and the members of the Board of Governors will be more pragmatic on this next occasion. It is urgent to recognize the ECB's role as lender of last resort by making the financial stability of the euro zone an explicit objective of monetary policy.

Moreover, beyond the role of lender of last resort, the coordination of economic policy more generally also needs to be revised. The articulation of the policy mix is indeed a central element of performance in terms of growth. In the US, the complementarity between monetary and fiscal policy is now obvious, as by putting pressure on long rates, the Federal Reserve implemented a policy to ensure the sustainability of

fiscal policy at the same time that it is promoting the impact on growth. The main criticism of this policy argues that this undermines the independence of the Central Bank. However, there is no evidence today to say that the Fed has abandoned the conduct of monetary policy in favor of the government. The question does not even arise, since the US central bank is pursuing the same objectives as the US government: growth, employment, price stability and financial stability [2]. These objectives are interdependent, and the euro zone will find its way to growth again only once all the authorities are rowing in the same direction.

While these issues are not all the exclusive responsibility of Mario Draghi – a reform of the Treaty could strengthen and legitimize his decisions – his position will nevertheless be decisive. The crisis in the euro zone calls for urgent decisions and will quickly reveal the ambitions and the capabilities of its new president.

[1] The BoE has, however, just announced that its program to buy securities will be gradually expanded to 275 billion pounds sterling.

[2] See "[The Fed, the ECB and the dual mandate](#)".

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					
<i>En milliards d'euros</i>	7,0	27,0	56,0	12,1	48,7
<i>En point de PIB</i>	0,3	1,3	3,5	1,1	2,8
Si les pays de l'Union européenne respectent leurs engagements					
<i>En milliards d'euros</i>	22,3	39,8	63,9	19,6	55,2
<i>En point de PIB</i>	0,9	2,0	4,0	1,8	3,2
Si les pays de la zone euro respectent leurs engagements					
<i>En milliards d'euros</i>	16,6	36,1	61,7	17,9	
<i>En point de PIB</i>	0,6	1,8	3,9	1,7	

Source : Calvo-Gomez.

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.

France : austérité consolidée

par [Eric Heyer](#)

Les pays européens se sont engagés dans leur programme de stabilité à retourner en 3 ans à des finances publiques plus équilibrées (déficit des APU en dessous de 3 points de PIB). Contrairement aux années antérieures, le respect de ces engagements apparaît plus probable : dans un contexte financier incertain, être le seul Etat à ne pas respecter sa promesse de consolidation budgétaire serait sanctionné immédiatement par un renchérissement de ses conditions financières (dégradation de sa note, amende de la part de la Commission européenne, contagion implicite des défauts souverains, prime de risque). 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.

Après avoir revu à la baisse, en août dernier, sa prévision de croissance pour 2012, passant de 2,25 % à 1,75 %, le gouvernement français a décidé de mettre en place un nouveau plan d'austérité afin de pouvoir respecter son engagement d'un déficit de 4,5 points de PIB en 2012. Ce plan de 11 milliards d'euros d'économie vient s'ajouter au plan initial voté il y a un an et devrait amputer directement la croissance de 1 point de PIB l'année prochaine. D'autres pays ont également réajusté à la hausse leur plan de rigueur : c'est le cas notamment de l'Italie qui a multiplié par près de trois son effort budgétaire et de l'Espagne qui s'impose maintenant la plus forte cure d'austérité des grands pays européens (tableau).

**Impact des révisions des plans d'austérité européens
sur la croissance française en 2012**

En points de PIB

	Impulsions budgétaires revenues lors de la prévision...		
	... avril	... octobre	Écart
France	-0,5	-1,0	-0,5
Allemagne	-0,3	-0,3	0,0
Italie	-0,6	-1,6	-1,0
Espagne	-1,9	-2,6	-0,7
Royaume-Uni	-1,9	-1,9	0,0
PECO	-0,1	-1,7	-1,6
Impact sur la croissance française			-0,7

Source : Prévisions OFCE.

La prise en compte de ces nouvelles mesures restrictives, qu'elles soient nationales ou appliquées chez nos pays partenaires, nous a conduits à revoir significativement [nos prévisions de croissance pour l'économie française en 2012](#). En se cantonnant aux seuls pays européens, qui sont par ailleurs nos principaux partenaires commerciaux, la seule surenchère de mesures d'économies annoncée au cours des 6 derniers mois nous a conduits à rabaisser de 0,7 point notre prévision de croissance pour 2012 réalisée en avril dernier pour l'économie française.

Cette stratégie de fort désendettement public nécessiterait un relais puissant de la part de la demande privée afin de ne pas briser l'élan de la reprise intervenu en 2010. Mais cet espoir apparaît fragile face aux nombreuses incertitudes pesant sur la dynamique interne.

Au total, l'économie française devrait croître, en moyenne annuelle, de 1,6 % en 2011 et de 0,8 % en 2012. En s'établissant à un rythme éloigné de son potentiel, la croissance attendue accentuera le retard de production accumulé depuis 2008 et continuera à dégrader la situation du marché du travail. Le taux de chômage augmenterait régulièrement au cours des six prochains trimestres, pour s'établir à 9,3 % fin 2011 et à 9,7 % fin 2012, après 9,1 % au deuxième trimestre 2010.

Par ailleurs, le gain budgétaire, attendu par le gouvernement, de la mise en place de la stratégie de consolidation –

objectif de déficit des APU à 4,5 % de PIB en 2012 – sera en partie rogné par le manque à gagner du côté des recettes fiscales en lien avec cette faible croissance. Le déficit des administrations publiques devrait s'établir respectivement à 5,8 % du PIB et 5,2 % en 2011 et 2012, après 7,1 % en 2010, portant la dette publique à 85,6 % du PIB en 2011 et à 89 % en 2012, contre 82,3 % en 2010.

Faut-il revenir sur la défiscalisation des heures supplémentaires ?

par [Eric Heyer](#)

Parmi les mesures du plan d'économies annoncé le 24 août 2011 par le Premier ministre François Fillon, figure une modification du dispositif de défiscalisation des heures supplémentaires et son exonération de cotisations sociales[1] en vigueur en France depuis le 1^{er} octobre 2007. A cette occasion il nous semble intéressant de revenir sur les [principales conclusions de différents travaux effectués à l'OFCE](#) sur ce dispositif.

1 – Dans un article à paraître dans l'*Oxford Review of Economic Policy*[2], il est montré que ce dispositif aurait un impact différent sur l'économie selon la conjoncture en vigueur au moment de son application.

- Dans un contexte économique favorable, la hausse de la durée du travail incitée par la baisse du coût du travail et la suppression des charges salariales semble appropriée. Certes celle-ci n'est pas financée

(dégradation du déficit public) et son financement par une hausse des prélèvements en change radicalement la nature mais sans remettre toutefois en cause l'impact positif sur l'emploi et le chômage.

- En revanche, cette mesure est mal adaptée à une situation conjoncturelle dégradée comme celle que connaît actuellement de l'économie française. Dans une telle conjoncture de chômage de masse, une augmentation de 1% de la durée du travail a une incidence négative sur l'emploi (-58 000 à 5 ans et -87 000 à 10 ans). Le taux de chômage augmente légèrement (0,2 point à 5 ans, 0,3 point à 10 ans). Cette mesure a un impact faible sur la croissance (0,2 point à 5 ans et 0,3 point à 10 ans) et n'est pas financé : le déficit se dégraderait de 0,5 point à 5 ans (0,4 point à 10 ans).

2 – Cela corrobore les résultats d'une étude récente publiée dans *Economie et Statistique*[\[3\]](#). Menée sur des données regroupant 35 secteurs de l'économie française, les auteurs estiment qu'une hausse de 1 % des heures supplémentaires détruirait près de 6 500 emplois salariés du secteur marchand (soit 0,04 % des salariés marchand) dont les $\frac{3}{4}$ seraient des emplois intérimaires.

Ainsi, dans un contexte de grave crise économique, il semblerait que l'incitation à travailler plus ait nui à l'emploi, et notamment à l'emploi intérimaire.

[\[1\]](#) Le gouvernement a décidé de réintégrer les heures supplémentaires dans le barème des allègements généraux de charges en maintenant les avantages fiscaux et sociaux spécifiques. Concrètement, cette mesure ne changera rien pour les salariés : la rémunération nette ne sera pas réduite et l'imposition ne sera pas alourdie. Quant aux employeurs, ils continueront à bénéficier des exonérations de charges au titre des heures supplémentaires déclarées mais verront leurs

allégements de charges rabaotés sur les bas salaires. Elle entrera en vigueur le 1er janvier prochain et générera d'après le gouvernement 600 millions d'euros de recettes de cotisations supplémentaires.

[2] Heyer É. (2011), « The effectiveness of economic policy and position in the cycle : the case of tax reductions on overtime in France », *Oxford Review of Economic Policy*, à paraître.

[3] Cochard M., G. Cornilleau et É. Heyer (2011) : « Les marchés du travail dans la crise », *Economie et Statistiques*, n°438-440, juin.

Should tax breaks on overtime be reversed?

By [Eric Heyer](#)

Among the savings plans announced on 24 August 2011 by French Prime Minister François Fillon figures a change to the system of tax reductions on overtime hours and their exemption from social contributions, [1] a scheme that has been in force in France since 1 October 2007. This provides an opportunity to take another look at some of the [main conclusions of the work carried out by the OFCE](#) (French version) on this subject.

1 – An article to be published soon in the *Oxford Review of Economic Policy* [2] explains how the impact of this scheme will differ depending on the position of the economy in the cycle at the time the measure is applied.

- In a favourable economic climate, an increase in working

hours prompted by lower labour costs and the elimination of payroll taxes would seem appropriate. The measure is of course not funded (the public deficit deteriorates), and financing it through higher levies would radically change its nature, even though this would not call into question its positive impact on employment and unemployment.

- However, this measure is poorly suited to the kind of economic downturn that the French economy is going through today. In a situation of mass unemployment, an increase of 1% in working hours has a negative impact on employment (-58,000 jobs at 5 years and -87,000 at 10 years). The unemployment rate would increase slightly (0.2 point at 5 years, 0.3 point at 10 years). The measure would have a small impact on growth (0.2 point at 5 years and 0.3 point at 10 years) and is not funded: the deficit would deteriorate by 0.5 point at 5 years (0.4 point at 10 years).

2 – This corroborates the results of a recent study published in *Economie et Statistique*[\[3\]](#). The authors examined data on 35 sectors of the French economy and estimated that a 1% increase in overtime would destroy about 6,500 jobs in the commercial sector (*i.e.*, 0.04% of commercial jobs), three-quarters of which would be temporary jobs.

Thus, in a context of a severe economic crisis, it seems that an incentive to work longer hours would hurt employment, especially temporary employment.

[\[1\]](#) The government decided to reintegrate overtime hours into the general schedule of tax reductions while maintaining specific advantages on taxes and social welfare charges. Concretely, this measure will not change anything for employees: net remuneration will not be reduced, and income tax will not be increased. As for employers, they will

continue to benefit from exemptions on charges for declared overtime hours, but will see smaller breaks on charges on low wages. This will take effect next January 1st and, according to the government, will generate 600 million euros in revenue from additional social contributions.

[2] Heyer É. (2011), “The effectiveness of economic policy and position in the cycle: The case of tax reductions on overtime in France”, *Oxford Review of Economic Policy*, forthcoming.

[3] Cochard M., G. Cornilleau and É. Heyer (2011): “Les marchés du travail dans la crise”, *Economie et Statistiques*, no. 438-440, June.

What impact will fiscal policy have on French growth?

By [Eric Heyer](#)

The proper framework for analyzing the French economy is a large economy that is not very open, and not a small open economy: the country's economic situation has deteriorated sharply and is still far from its equilibrium position (mass unemployment, the existence of excess capacity), and its European neighbours are adopting identical approaches to fiscal policy. Under these conditions, everything indicates that the fiscal multipliers are high. The theoretical debate about the value of the multiplier and the role of agents' expectations must therefore give way to the empirical

evidence: the multipliers are positive and greater than one.

Following a deep recession, the most suitable method for making a forecast of short-term activity (2 years) is to evaluate the spontaneous return of the economy (speed and magnitude) to its equilibrium or potential level, but also and above all to quantify the impact of exogenous shocks (commodity prices, economic policy, etc.) on its spontaneous trajectory.

In our [last forecast](#), we reported that the French economy has a significant rebound potential: corresponding to spontaneous growth of nearly 4% per year in 2011 and 2012, this would allow the economy, four years after the start of the crisis, to make up the output gap built up during that period.

Two exogenous shocks will slow down the country's return to its potential level. The first involves the soaring prices of raw materials: this shock will mainly hit households and will weigh on their purchasing power and curtail their spending. This mechanism, which is also at work in the other Western countries, will cause a slowdown in their economies and hence their demand for French output. In aggregate, this purchasing power shock will cut the growth of the French economy by 1 point during the period 2011-2012. The second shock is related to fiscal policy: from 2011 onwards, the large (and small) developed countries, in the face of mounting debt and expanding government deficits, will be implementing policies of fiscal restraint. The generalization of this strategy will also put the brakes on economic growth; its impact is estimated at 2.8 percentage points of GDP during the years 2011-2012.

While there is relative agreement on evaluating purchasing power shocks, this is not the case for the impact of fiscal policy on economic activity.

What is the value of the fiscal multiplier?

Economic thought has been divided since the Great Depression over how to assess the impact of fiscal policy. Two major theoretical schools in the history of economic thought are at odds over the expected short-term impact of fiscal policy on economic activity.¹ On the one hand, the “Keynesian” school holds that an increase of one percentage point of GDP in public spending (or an equivalent decrease in taxes) should result in an increase in GDP of more than one point. This is known strictly as the Keynesian multiplier effect. On the other hand, there are a number of theoretical arguments that question the ability of fiscal policy to generate a more than proportional increase in GDP. Within this opposing school, it is then necessary to distinguish between those in favour of a positive fiscal multiplier (albeit less than one) and those in favour of a negative fiscal multiplier; in the latter case, we are speaking strictly of anti-Keynesian fiscal multipliers.

Many empirical studies have attempted to settle this theoretical debate. A [review of the literature on this subject](#) tells us that the fiscal multiplier is always positive, and that the following situations push it higher:

1. The budget policies of the partner countries are synchronized;
2. The instrument used relies more on public expenditure rather than taxation (Haavelmo, 1945);²
3. Monetary policy is ineffective (IMF, 2010).³

In a [recent article](#), the OFCE highlighted a fourth factor, which concerns the position in the economic cycle: the multiplier is higher when the economy is at the bottom of the cycle.

What can we say about the current economic situation?

The implementation of austerity policies in all the European countries (criterion 1), focused on reducing public expenditure (criterion 2), and acting in a situation of a

persistent “liquidity trap” (criterion 3) describes the context for a high multiplier.

Only an assumption that the economic crisis did not simply cause a drop in production but also may have had a strong impact on the economic potential of the euro zone economies could render the current strategy of fiscal consolidation optimal (criterion 4): based on this assumption, the rise in structural unemployment would be identical to that of actual unemployment, and the fiscal multipliers would be low in the short term and zero in the long term.

If on the other hand the growth potential of the economies did not significantly change during the crisis, then this strategy would lose its apparent effectiveness, which would confirm the relevance of the first three criteria and strengthen the impact of the fiscal consolidation.

On this crucial point, the strong stimulus imparted by economic policy renders any evaluation of the economy’s new potential path more hypothetical and makes more complex the choice of a policy to end the crisis as well as the tempo of policy implementation. In any case, the violence of the initial shock can, it seems, lift any ambiguity about the case of the developed countries: even if it were agreed that this crisis has had a powerful impact on the economy’s growth potential, this would still not cancel out the overcapacity generated by the crisis over three years.

What other scenario could lead to recovery?
A neutral fiscal policy instead of the austerity policy

Summary of the impact of a neutral fiscal policy on exchange rates and public finances

In points of deviation from the central scenario

	2011	2012
GDP	1.7	1.1
Gov't financial balances (GDP points)	-0.6	-0.6
Unemployment rate	-0.9	-1.5

Sources: INSEE; OFCE calculations e-mod.fr.

It is also possible to enrich the analysis by approaching it this time from the perspective of unemployment rather than production: unemployment rose brutally and spectacularly from the very start of the crisis, from 7.2% in early 2008 to 9.3% in late 2010. This increase in unemployment cannot be regarded as an increase in equilibrium unemployment: during this period, there were no significant changes in labour market institutions or practices, *i.e.* the main determinants of equilibrium unemployment. In the short term equilibrium unemployment could of course have been modified by a poor sector allocation of capital and labour resources. Some reallocation may also result from reduced productivity. But in any case there is no evidence of a lasting increase in equilibrium unemployment. The situation today is indeed a situation of involuntary unemployment as compared to what we could have seen, without inflation, with the full use of the available workforce.

Under these conditions all the evidence indicates that the multipliers are high: the country's economic situation has deteriorated sharply and is still far from its equilibrium position (mass unemployment, the existence of excess capacity); monetary policy has little bite; and all the developed countries are in the same configuration and will therefore carry out the same policy.

The proper analytical framework is therefore that of a large, not very open economy, and not that of a small open economy. The theoretical debate about the value of the multiplier and the role of agents' expectations must therefore yield to the

empirical evidence: the multipliers are positive and greater than one.

A simulation of a neutral budget policy indicates that the choice of fiscal consolidation proposed by the developed countries will thwart the start of a virtuous circle: without it, growth in “the Hexagon” would have been higher by 1.7 points in 2011 and 1.1 points in 2012 (Table 1). This would have allowed the unemployment rate to fall significantly (-1.5 point), eventually to 7.8% by 2012, close to the level prevailing before the crisis. The general government deficit would also have benefited from the boost in activity: it would have declined, although certainly less than in the case of the austerity policies set out (5 GDP points), reaching 5.6 GDP points in 2012 (Table 1). By raising the unemployment rate by 1.5 points compared to the baseline, *i.e.* the situation without a policy of fiscal restraint, the cost of a reduction of 0.6 GDP point in the general government deficit seems extremely high.

-
1. In the long term, the effectiveness of fiscal policy vanishes. [[↵](#)]
 2. Haavelmo T. (1945), “Multiplier effects of a balanced budget”, *Econometrica*, vol. 13, no. 4, October, pp. 311-318. [[↵](#)]
 3. IMF (2010), “Recovery, Risk, and Rebalancing”, *World Economic Outlook*, Chapter 3, October. [[↵](#)]
-

Quel impact de la politique budgétaire sur la croissance française?

par [Eric Heyer](#)

La bonne grille d'analyse de l'économie française est celle d'une grande économie peu ouverte et non pas celle d'une petite économie ouverte : elle est dans une situation conjoncturelle encore fortement dégradée et loin de sa position d'équilibre (chômage de masse, existence de surcapacités de production), avec des pays européens qui adoptent la même orientation de politique budgétaire. Dans ces conditions, tout laisse conclure que les multiplicateurs budgétaires sont élevés. Ainsi, le débat théorique sur la valeur du multiplicateur et le rôle des anticipations des agents doit s'effacer devant le constat empirique : les multiplicateurs sont positifs et supérieurs à 1.

A la suite d'une profonde récession, la méthode la plus adaptée à un exercice de prévision de l'activité à court terme (2 ans) consiste à évaluer le retour (vitesse et ampleur) spontané de l'économie vers son niveau d'équilibre ou potentiel mais aussi et surtout à quantifier l'impact de chocs exogènes (prix des matières premières, politique économique...) sur cette trajectoire spontanée.

Lors de notre [dernière prévision](#), nous signalions que le potentiel de rebond de l'économie française est important : celui-ci correspondrait à une croissance spontanée de près de 4 % l'an au cours des années 2011 et 2012, permettant de rattraper, 4 ans après le début de la crise, l'écart de production observé au cours de celle-ci.

Deux chocs exogènes freineront ce retour au potentiel. Le premier est lié à l'envolée des prix des matières premières :

absorbé principalement par les ménages, ce choc pèsera sur leur pouvoir d'achat et limitera leurs dépenses. Ce mécanisme, également à l'œuvre dans les autres pays occidentaux, provoquera un ralentissement de leur économie et donc de leur demande adressée à la France. En cumulé, ce choc de pouvoir d'achat diminuera d'1 point la croissance de l'économie française au cours de la période 2011-2012. Le second est lié à la politique budgétaire : à partir de 2011, les grands (et petits) pays développés, face à la montée de leur dette et au creusement de leur déficit public, vont mettre en place des politiques de restrictions budgétaires. La généralisation de cette stratégie portera un coup de frein à la croissance économique, évaluée à 2,8 points de PIB au cours des années 2011-2012.

Si l'évaluation d'un choc de pouvoir d'achat est relativement consensuelle, il n'en va pas de même pour l'incidence de la politique budgétaire sur l'activité.

Quelle valeur du multiplicateur budgétaire ?

Depuis la Grande Dépression, la pensée économique se partage autour de l'évaluation de l'impact de la politique budgétaire. Dans l'histoire de la pensée économique, deux grandes écoles théoriques s'opposent sur l'impact attendu à court terme d'une politique budgétaire sur l'activité économique ((A long terme, l'efficacité d'une politique budgétaire disparaît.)). D'un côté, l'école dite « keynésienne » considère qu'une augmentation d'un point de PIB des dépenses publiques (ou d'une baisse équivalente des impôts) doit donner lieu à une augmentation du PIB de plus d'un pourcent : on parle alors strictement d'effet multiplicateur keynésien. De l'autre, il existe une série d'arguments théoriques qui mettent en cause les capacités de la politique budgétaire à engendrer une augmentation plus que proportionnelle du PIB. Dans cette école, il faut alors distinguer ceux qui concluent en faveur d'un multiplicateur budgétaire positif (quoiqu'inférieur à l'unité) de ceux qui concluent en faveur d'un multiplicateur

budgétaire négatif ; dans ce dernier cas, on parlera strictement de multiplicateurs budgétaires anti-keynésiens.

De nombreux travaux empiriques ont tenté de trancher ce débat théorique. Une [revue de la littérature sur ce sujet](#) nous enseigne que le multiplicateur budgétaire est toujours positif et que sa valeur serait d'autant plus élevée que :

1. Les politiques budgétaires sont synchrones dans les pays partenaires ;
2. L'instrument utilisé est centré sur les dépenses publiques plutôt que sur la fiscalité (Haavelmo (1945) ((Haavelmo T. (1945), "Multiplier effects of a balanced budget", *Econometrica*, vol. 13, n°4, octobre, pp. 311-318.)));
3. La politique monétaire est inefficace (FMI (2010) ((FMI (2010), "Recovery, Risk, and Rebalancing" *World Economic Outlook*, chapitre 3, octobre.)));

Dans un [article récent](#) l'OFCE a mis en avant un 4^e facteur, lié à la situation conjoncturelle : le multiplicateur serait d'autant plus élevé que l'économie se situe en bas de cycle.

Que pouvons-nous dire dans le contexte économique actuel ?

La mise en place de politiques de rigueur dans l'ensemble des pays européens (critère 1), centrées sur la réduction des dépenses publiques (critère 2) et agissant dans une situation de persistance de la « trappe à liquidité » (critère 3) décrit un contexte de multiplicateur élevé.

Seule l'hypothèse selon laquelle la crise économique ne s'est pas contentée de provoquer une chute de la production mais a également pu avoir un fort impact sur le potentiel économique des économies de la zone pourrait rendre la stratégie actuelle de consolidation budgétaire optimale (critère 4): sous cette hypothèse, la hausse du chômage structurel serait identique à celle du chômage observé et les multiplicateurs budgétaires

seraient faibles à court terme et nuls à long terme.

Si en revanche le potentiel de croissance des économies n'a pas été significativement modifié au cours de cette crise, alors l'efficacité apparente de cette stratégie budgétaire disparaîtrait et viendrait conforter les 3 premiers critères, renforçant son caractère austère.

Sur ce point crucial, la forte stimulation due aux politiques économiques rend plus hypothétique l'évaluation de la nouvelle trajectoire potentielle de l'économie et complexifie le choix de la politique de sortie de crise et du tempo de sa mise en place. Pour autant, la violence du choc initial permet, semble-t-il, de lever toute ambiguïté dans le cas des pays développés : même à considérer que cette crise ait eu un impact puissant sur la croissance potentielle de l'économie, cela ne permettrait toutefois pas d'annuler les surcapacités engendrées par celle-ci et accumulées depuis trois ans.

Tableau 1. Quel autre scénario de sortie de crise ? Le cas d'une politique budgétaire neutre en lieu et place de la politique d'austérité annoncée.

Résumé de l'impact d'une politique budgétaire neutre sur le taux de chômage et les finances publiques

En écart de point de % par rapport au scénario central

	2011	2012
<i>PIB</i>	1,7	1,1
<i>Solde des APU (en point de PIB)</i>	-0,6	-0,6
<i>Taux de chômage</i>	-0,9	-1,5

Sources : INSEE ; calculs OFCE e-mod.fr.

Il est également possible d'enrichir cette analyse en l'abordant cette fois sous l'angle du chômage et non plus sous celui de la production : depuis le début de cette crise, le chômage a connu une hausse aussi brutale que spectaculaire en

passant de 7,2 % en début d'année 2008 à 9,3 fin 2010. Cette hausse du chômage ne peut pas être considérée comme une hausse du chômage d'équilibre: au cours de la période, il n'y pas eu de modifications notables des institutions ou des pratiques sur le marché du travail, déterminants principaux du chômage d'équilibre. Certes, à court terme, le chômage d'équilibre a pu être modifié par une mauvaise allocation sectorielle des ressources en capital ou en main-d'œuvre. De la réallocation peut également découler une baisse de productivité. Mais, en tout état de cause, rien ne permet de conclure à une hausse durable du chômage d'équilibre. Ainsi, la situation actuelle est bien une situation de sous emploi involontaire par rapport à celle que l'on pourrait avoir, sans inflation, avec la pleine utilisation de la main-d'œuvre disponible.

Dans ces conditions tout laisse conclure que les multiplicateurs sont élevés : la situation conjoncturelle est encore fortement dégradée et loin de sa position d'équilibre (chômage de masse, existence de surcapacités de production) ; la politique monétaire peine à mordre ; et tous les pays développés sont dans la même configuration et vont donc conduire la même politique.

La bonne grille d'analyse théorique est alors celle d'une grande économie peu ouverte et non pas celle d'une petite économie ouverte. Ainsi, le débat théorique sur la valeur du multiplicateur et le rôle des anticipations des agents doit s'effacer devant le constat empirique : les multiplicateurs sont positifs et supérieurs à 1.

Une simulation de politique budgétaire neutre indique que le choix de consolidation budgétaire proposé par les pays développés va empêcher l'enclenchement d'un enchaînement vertueux : sans elle, la croissance dans l'hexagone aurait été supérieure de 1,7 point en 2011 et de 1,1 point en 2012 (tableau 1). Cela aurait permis au taux de chômage d'entamer une décrue significative (-1,5 point), pour finalement s'établir à 7,8 % en 2012, niveau proche de celui qui

prévalait avant la crise. Le déficit des APU aurait bénéficié également de ce surcroît d'activité : celui-ci se serait réduit, certes moins que dans le cas de la politique d'austérité annoncée (5 points de PIB), en atteignant 5,6 points de PIB en 2012 (tableau 1). En élevant le taux de chômage de 1,5 point par rapport à la situation de référence, à savoir celle sans politique budgétaire restrictive, le coût d'une réduction de 0,6 point de PIB du déficit des APU apparaît extrêmement élevé.
