

Sortir de l'euro ?

par [Christophe Blot](#), [Jérôme Creel](#), [Bruno Ducoudré](#), [Paul Hubert](#), [Xavier Ragot](#), [Raul Sampognaro](#), [Francesco Saraceno](#), et [Xavier Timbeau](#)

L'évaluation des effets de la sortie de la France de la zone euro (*Frexit*) est un exercice des plus délicats tant les voies en sont multiples et les effets incertains. Cependant, cette proposition étant avancée dans un débat plus général sur les coûts et bénéfices de l'appartenance à l'Union européenne et à l'euro, il est utile de discuter et estimer les mécanismes en jeu.

La question de l'appartenance à l'euro s'ancre sur plusieurs points de diagnostic peu consensuels. D'une part, les bénéfices liés à la monnaie unique 18 ans après sa création ne sont pas perçus comme flagrants ; d'autre part l'hétérogénéité de la zone monétaire ne s'est pas réduite de façon évidente et, ce qui peut être lié, les déséquilibres de balance courante qui se sont accumulés dans la première décennie de la zone euro et qui ont été amplifiés ensuite par les conséquences de la crise financière globale de 2008 contraignent les politiques économiques.

La dissolution de l'union monétaire européenne serait un événement inédit, non seulement pour les pays membres mais aussi du point de vue de l'histoire des unions monétaires. Non pas que des expériences de dissolution n'aient jamais eu lieu – [Rose](#) (2007) comptabilisait déjà 69 cas de sortie d'union monétaire depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale – mais, à de nombreux égards, ces expériences offrent peu d'éléments de comparaison ([Blot & Saraceno, 2014](#)) et ne permettent pas de mettre en évidence des régularités empiriques qui pourraient nous informer sur les possibles infortunes ou chances de succès d'un éclatement de la zone euro.

Pour autant, la référence aux épisodes passés n'est pas le seul outil par lequel l'économiste peut produire une analyse de l'éclatement de la zone euro. Il est en effet possible de mettre en lumière les mécanismes qui seraient à l'œuvre si l'on devait mettre un terme au projet d'union monétaire en Europe. Les chemins possibles en cas d'éclatement de la zone euro sont nombreux et toute analyse en termes de coûts et de bénéfices doit être interprétée avec la plus grande prudence dans la mesure où, à l'incertitude portant sur l'évaluation quantitative des mécanismes à l'œuvre, s'ajoute celle du scénario qui se dessinerait en cas de sortie. Dans ces conditions, la sortie de la zone euro ne peut pas forcément s'appréhender que du point de vue de son impact sur le taux de change ou de ses effets financiers. Il est en effet fort probable que la sortie s'accompagnerait de la mise en œuvre de politiques économiques alternatives. L'analyse effectuée ici n'engage pas ce débat et se borne à expliciter les mécanismes macroéconomiques à l'œuvre en cas d'éclatement de la zone euro sans détailler les réactions de politiques économiques et des effets de second tour.

L'hypothèse centrale que nous retenons ici est celle d'un éclatement complet de l'union monétaire et non celle où la France seule en sortirait. En effet, si la France, deuxième économie de la zone euro venait à en sortir, l'existence même de cette zone monétaire serait remise en question. La dévaluation du franc par rapport aux pays du sud de l'Europe restés dans la zone euro déstabiliserait leur économie et les pousserait hors de la zone euro amputée. Nous ne traitons pas ici l'ensemble des éléments techniques en lien avec

l'organisation de la dissolution^[1] – mise en circulation des nouvelles monnaies, liquidation de la BCE et arrêt du système TARGET, etc. – mais nous nous concentrons sur l'analyse des effets macroéconomiques[2]. Deux types d'effets seraient alors à l'œuvre. D'une part, la dissolution de l'union monétaire européenne entraînerait *de facto* un retour aux monnaies

nationales et donc à une dévaluation ou une réévaluation des monnaies des pays de la zone euro vis-à-vis des partenaires de la zone euro mais aussi vis-à-vis des pays hors zone euro. D'autre part, la redénomination des actifs et des passifs aujourd'hui libellés en euros et la perspective de mouvements de change auraient des effets financiers que nous analysons au prisme des crises financières passées. Nous retenons donc un scénario de crise contenue.

La sortie unilatérale de la France de la zone euro et l'éclatement de la zone euro qui s'en suivrait interdisent un scénario de type monnaie commune où une coopération forte entre les anciens Etats membres permettrait de maintenir une grande stabilité des changes et de préserver de fait un statu quo économique. Un tel scénario a une faible vraisemblance puisqu'il conduirait à ne pas utiliser les marges de manœuvre ouvertes par la sortie et à maintenir le carcan supposé et dénoncé. La crise est contenue dans le sens où les effets les plus violents seraient cependant réduits par des politiques coordonnées. Cela conduit donc à des mouvements de change rapides, importants, mais qui se stabilisent à un horizon de quelques trimestres[3]. Nous supposons en revanche que chaque pays poursuit son intérêt propre sans coopération particulière.

I – Un résumé des mécanismes économiques en jeu

Les gains attendus de la sortie de la zone euro

En premier lieu, la sortie de la zone euro conduirait à ce que les taux de change entre les monnaies des pays qui la composent puissent à nouveau varier les uns par rapport aux autres. Dans ces conditions, se pose la question de la valeur du taux de change vers laquelle ces monnaies vont converger. Les gains attendus seraient d'une part une amélioration de la compétitivité du fait de la dévaluation du franc. Une telle dévaluation génèrerait de l'inflation importée à court terme, avant d'accroître le pouvoir d'achat et la croissance. Le

second gain concerne la possibilité de définir une politique monétaire et budgétaire différenciée par pays et donc plus appropriée à la conjoncture française.

La sortie de la zone euro permettrait par ailleurs de mettre des tarifs douaniers défavorables aux importations des autres pays et donc favorables aux producteurs sur le territoire national mais qui se répercuteraient aussi sur les prix à la consommation et donc sur le pouvoir d'achat des ménages[4].

Les coûts de la sortie de la zone euro

Une sortie de la France de la zone euro entraînerait une sortie d'autres pays qui verraient leur monnaie se déprécier par rapport au franc, notamment les pays du sud de l'Europe. L'effet net sur la compétitivité peut s'avérer ambigu.

Un *Frexit* entraînerait des mouvements de change, ce qui se traduirait par un retour des coûts de transaction sur les échanges monétaires entre les pays de la zone euro. Par ailleurs, l'éclatement de la zone euro provoquerait également une redénomination des actifs et des dettes en monnaie nationale. Au-delà des aspects juridiques, ces effets de bilan appauvriraient les agents qui détiennent des actifs re-dénomisés en monnaie se dépréciant et des dettes re-dénomisées en une monnaie s'appréciant (et inversement pour l'enrichissement). Les incertitudes sur les effets de bilan, notamment pour les intermédiaires financiers et les banques, devraient conduire à une période de fort ralentissement du crédit.

Le gain de l'autonomie de la politique monétaire est incertain dans la période actuelle. En effet, il est difficile de concevoir une politique monétaire beaucoup plus expansionniste que la politique de taux négatifs de la BCE et de rachat de titres[5]. La Banque de France pourrait certes racheter la dette publique nationale en créant de la monnaie, mais il n'est pas évident que le gain soit important face à la faiblesse des taux d'intérêt actuel sur la dette publique

française[6]. Notons que la persistance d'une balance courante déficitaire nécessiterait de la financer par une épargne extérieure et que cette contrainte extérieure pourrait affecter la politique monétaire, obligeant par exemple à une hausse des taux d'intérêt courts et longs qui pourrait imposer un contrôle des capitaux par le gouvernement.

Enfin, la mise en place d'un protectionnisme commercial entraînerait de toute évidence des mesures de rétorsion des partenaires lésés qui nuiraient aux exportations françaises. L'effet net serait globalement négatif sur le commerce mondial, sans gain sur le plan national.

II – Les effets sur le change et la compétitivité

Un *Frexit* ne conduirait pas à de forts gains de compétitivité. En effet, nous avons simulé l'effet d'un *Frexit* de la manière suivante :

1. Nous faisons l'hypothèse qu'un *Frexit* conduirait à un délitement rapide de la zone euro ;
2. Dès lors nous utilisons nos estimations de taux de change d'équilibre de long terme, présentées dans le chapitre 4 du *Rapport iAGS 2017*. Il apparaît que la parité d'équilibre pour le nouveau franc correspondrait à une dévaluation effective réelle de 3,6 % par rapport au niveau actuel de l'euro. Il s'agit d'une variation réelle, c'est-à-dire une fois corrigée des effets de l'inflation et effective, c'est-à-dire qui tient compte des variations de change par rapport aux différents partenaires commerciaux, possiblement de sens contraire. Le nouveau franc serait dévalué par rapport à la monnaie allemande, mais s'apprécierait par rapport à la monnaie espagnole ;
3. Utilisant les estimations empiriques des ajustements du taux de change (Cavallo *et al.*, 2005), nous déterminons une trajectoire de court terme des taux de change. Notre estimation est une dépréciation du taux de change

effectif de la France de 13,7% vis-à-vis des autres pays de la zone euro, et une appréciation de 8,6% vis-à-vis des pays qui n'appartiennent pas à la zone euro.

A partir de simulations du modèle *emod.fr*, nous évaluons un gain modeste de compétitivité. L'effet sur le PIB serait proche de 0 la première année et de 0,4% au bout de trois ans. Ces chiffres sont faibles et sont en référence à un scénario sans réajustement à l'intérieur de la zone euro. En ouvrant la possibilité d'un tel ajustement graduel à l'intérieur de la zone euro (selon des mécanismes par exemple évoqués dans l'*iAGS 2016*) le gain potentiel serait encore plus faible. Encore une fois, il est possible d'envisager que la politique monétaire conduite par la Banque de France cherche à dévaluer plus fortement la monnaie française par rapport à celle de ses concurrents. Mais, dans un tel schéma, il est fort probable que ces derniers souhaitent à leur tour préserver leur compétitivité et s'engager dans des politiques de dévaluations compétitives.

III – Les effets financiers : les effets des crises bancaires

La dissolution de la zone euro et le retour aux monnaies nationales auraient d'importantes répercussions sur les systèmes bancaires et financiers nationaux de par leur activité internationale et provoqueraient le retour de l'exposition au risque de change à l'intérieur de la zone euro. Nous évaluons dans un premier temps les risques que font peser l'éclatement de la zone euro sur le système bancaire. Les mécanismes à l'œuvre sont de nature à provoquer une crise bancaire dont les coûts en termes d'activité peuvent être élevés.

Le retour aux monnaies nationales dans un espace financièrement intégré engendrerait forcément un bouleversement important pour le système financier. Ces effets ne sont pas comparables à ceux qui ont été observés au moment de l'adoption de l'euro. En effet, comme l'ont montré [Villemot](#)

[et Durand \(2017\)](#), les effets de bilan seraient potentiellement importants pour un scénario de faible coordination.

Les effets de bilan pourraient être réduits dans le cas d'une coordination internationale lors de la sortie de l'euro. Une telle coordination permettrait de répartir de manière cohérente les actifs et passifs de la BCE, notamment dans le cadre de Target 2. Une coordination importante lors de la sortie de la zone euro semble cependant une hypothèse difficile à retenir. Il est illusoire de croire que les difficultés de coordination se réduiraient. Elles devraient, au contraire, s'accroître dans un climat d'instabilité au lieu de celui d'un destin partagé. De ce fait, nous excluons dans le scénario de sortie de la zone euro la mise en place d'une architecture financière ou monétaire nouvelle.

Le risque de crise bancaire ou financière est central pour comprendre les impacts qu'aurait l'éclatement de la zone euro. Ils passeraient par trois canaux principaux. Le premier est la fuite des dépôts, de l'épargne et la liquidation de détresse d'actifs financiers. Le second tient aux effets de désalignement de change sur les bilans bancaires et des assureurs. Le troisième concerne le risque souverain qui porterait soit sur la dette publique et son financement, soit en cas de monétisation non contrôlée de cette dette, du retour d'une contrainte extérieure dure. La littérature économique nous offre des développements récents (notamment Rogoff et Reinhart, Borio, Schularik, le FMI) qui tentent d'évaluer des crises bancaires ou financières. Précisons d'emblée que cette littérature ne traite pas des dissolutions des unions monétaires. Dans les différentes crises bancaires répertoriées depuis les années 1970 par Laeven et Valencia (2010 et 2012), il n'est pas fait mention de crises liées à des dissolutions d'union monétaire. Néanmoins, les effets financiers à l'œuvre en cas d'éclatement de la zone euro sont, comme évoqué précédemment, des facteurs de risque de crise bancaire ou financière.

Par ailleurs, la littérature économique sur les crises de change a pointé le lien avec les crises bancaires (Kaminsky et Reinhart, 1999). L'éclatement d'une union monétaire traduit de fait une situation de crise du régime de change qui entraîne des réévaluations et des dévaluations avec sur-ajustement des taux de change, comme nous le soulignons dans la partie précédente. Dès lors, la référence au coût des crises bancaires permet d'illustrer les effets potentiellement négatifs d'une sortie de la zone euro. Il faut cependant bien rappeler que ces coûts correspondent à une évaluation globale des crises bancaires qui ne permettent pas d'identifier précisément les mécanismes par lesquels le choc financier se propage vers l'économie réelle. Une telle évaluation consistant à identifier l'impact qui serait lié à la hausse des différentes primes de risque, à des effets de rationnement du crédit ou à l'incertitude est bien plus délicate à réaliser. Une analyse menée par Bricongne *et al.* (2010) sur les différents canaux de transmission de la crise financière de 2007-2008 suggère que la part de l'inexpliqué est importante. Aussi à défaut d'une analyse plus fine, nous faisons l'hypothèse que les expériences historiques de crise bancaire sont le principal élément quantitatif permettant d'approcher l'éventuel impact négatif – via les effets financiers – d'un éclatement de la zone euro.

Laeven et Valencia (2012) ont analysé 147 crises bancaires dans les pays développés et émergents au cours des dernières décennies (1970-2011). Ils calculent les pertes de production comme le cumul sur trois ans de la perte relative de PIB réel par rapport à sa tendance [\[7\]](#). Pour les pays développés, la perte cumulée de croissance est en moyenne de 33 points de PIB. Durant ces 3 ans de crise, la dette publique augmente en moyenne de 21 points de PIB (en partie à cause des recapitalisations bancaires), l'augmentation du bilan de la banque centrale est de 8 points de PIB, et le taux de prêts non-performants augmente de 4 points de pourcentage. Il faut noter qu'il y a une forte hétérogénéité du coût des crises

selon les crises considérées et selon le pays considéré. Ainsi, l'évaluation que font les auteurs du coût de la crise bancaire de 2008 en termes de croissance à la suite de la faillite de Lehman Brothers se chiffre à 31 points de PIB pour les Etats-Unis et 23 points de PIB pour la zone euro dans son ensemble. Hoggarth, Reis et Saporta (2002) ont mené une étude similaire et cherchent à fournir des évaluations robustes à la mesure de la tendance du PIB. Ils constatent des pertes cumulatives de production pendant les périodes de crise allant de 13 à 20 points de PIB selon l'indicateur retenu. Ces estimations du coût des crises bancaires sont cependant à considérer avec prudence car elles reposent sur de nombreuses hypothèses et notamment sur la trajectoire qu'auraient suivie les pays en l'absence de crise.

IV – Les gains de l'autonomie monétaire

Les gains d'une politique monétaire alternative dépendront de l'orientation nouvelle de la politique monétaire qui reste à préciser, et qui déterminera les conditions de financement de l'économie. Une telle politique sera probablement ultra-accommodante du fait de l'instabilité financière et bancaire générée par les effets de bilan.

Les évaluations de la contribution des conditions financières en France de 2014 à 2018 suggèrent cependant que celles-ci ne sont pas le facteur le plus important pour expliquer la faiblesse de l'activité. Sur cette période, les conditions financières et monétaires contribuent à la croissance du PIB entre -0,1 à 0,2 point [\[8\]](#). Ainsi, il y a peu de gain à attendre d'une nouvelle politique monétaire ultra-accommodante (indépendamment des effets sur le change discutés en première partie ou de l'impact de la contrainte extérieure).

Conclusion

Ce texte a pour but de brosser les conséquences possibles d'un *Frexit*, sans entrer dans une quantification trop détaillée et

donc périlleuse.

1. Contrairement à ce qui est parfois avancé, il y a peu à attendre en termes de compétitivité ou en marges de manœuvre de la politique monétaire à court terme ;
2. Le coût principal proviendrait de la crise bancaire ou financière induite par les effets de bilans, notamment dans le cadre d'une sortie non ordonnée.

A ce stade de l'analyse, il est difficile d'identifier les effets économiques positifs potentiels d'un *Frexit* alors que les risques d'un impact négatif en raison des effets financiers semblent très importants.

Références

Blot C. et Saraceno F., 2014, « Que sait-on de la fin des unions monétaires ? », *OFCE Le Blog*, 11 juin.

Bordo, M., Eichengreen, B., Klingebiel, D., et Martinez-Peria, M. S., 2001, « Is the crisis problem growing more severe? » *Economic Policy*, 32, 51-82.

Bricongne J-C., Fournier J-M., Lapègue V., et Monso O., 2010, « De la crise financière à la crise économique. L'impact des perturbations financières de 2007 et 2008 sur la croissance de sept pays industrialisés », *Economie et Statistique*, n° 438-440, 47-77.

Capital Economics. 2012. *Leaving the euro: A practical guide*.

Cavallo Michelle, Kate Kisselev, Fabrizio Perri, Nouriel Roubini, 2005, « Exchange rate overshooting and the costs of floating », *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series*.

Demirguc-Kunt, A., et Detragiache, E., 1998, « The determinants of banking crises in developed and developing countries », *IMF Staff Papers* 45, 81–109.

Destais C., 2017, « *Lex monetae* : de quoi parle-t-on ? », *CEPII le blog*, 14 mars.

Diamond, D. W., et Dybvig, P. H., 1983, « Bank runs, deposit insurance, and liquidity »,

Journal of political economy, 91(3), 401-419.

Furceri, D., et Mourougane A., 2012, « The effect of financial crises on potential output: New empirical evidence from OECD countries », *Journal of Macroeconomics*, 34, 822-832.

Gorton, G., 1988, « Banking panics and business cycles », *Oxford Economic Papers*, 40, 751-781.

Hoggarth, G., Reis R., et Saporta V., 2002, « Costs of banking system instability: some empirical evidence », *Journal of Banking & Finance*, 26(5), 825-855.

Honkapohja S., 2009, « The 1990's financial crises in Nordic countries », *Bank of Finland Discussion Paper*, 5.

Jordà, Ò., Schularick M., et Taylor A., 2013, « When Credit Bites Back, *Journal of Money* », *Credit and Banking*, 45(s2), 3-28.

Kaminsky, G. L., Reinhart, C. M., 1999, « The twin crises: The cause of banking and balance of payment problems », *American Economic Review*, 89, 473-500.

Laeven, L., et Valencia F., 2010, « Resolution of banking crises: the good, the bad and the ugly », *IMF Working Paper*, n° 10/44.

Laeven, L., et F., Valencia., 2012, « Systemic Banking Crises Database: An Update », *IMF Working Paper*, n° 12/163.

Reinhart, C. M., & Rogoff. K. S., 2009, « The Aftermath of Financial Crises », *American Economic Review*, 99(2), 466-72.

Rose A., 2007, « Checking out: exits from currency unions », *Journal of Financial Transformation*, 19, 121-128.

[1] Ces points sont en grande partie discutés dans *Capital Economics* (2012).

[2] Il est difficile de bâtir un scénario contrefactuel de long terme dans le cas de la sortie de l'euro. Nous nous concentrons donc sur les effets de court et de moyen terme des transitions éventuelles.

[3] Nous évacuons implicitement le scénario d'une guerre des monnaies où chaque pays tenterait de gagner en compétitivité par des dévaluations qui nous écarteraient durablement d'une convergence vers un taux de change d'équilibre réel.

[4] La mise en place de tels tarifs demande la sortie de l'Union européenne. Sans développer ces analyses ici, il est très probable que la sortie de la zone euro entraînerait une sortie de l'union européenne. Il existe des évaluations de la contribution de l'UE au commerce et à la croissance intra-européenne que nous n'utilisons pas ici dans notre approche de court terme.

[5] Par son programme d'assouplissement quantitatif, la BCE achète essentiellement des titres de dette publique incluant donc des titres de dette française. En février 2017 l'encours de titres détenus par la BCE dans le cadre de ce programme ([PSPP](#)) s'élevait à 1 457,6 milliards d'euros. La répartition des achats se faisant selon la part du capital de la BCE souscrit par les banques centrales des Etats-membres, la fraction de titres de dette française dépasserait 200 milliards d'euros.

[6] S'affranchir de la contrainte du Pacte de stabilité et de croissance peut permettre un gain en soi. Cela suppose que la contrainte du PSC va au-delà de ce que la soutenabilité de la dette publique demande.

[7] Ces évaluations montrent cependant qu'il y a une forte hétérogénéité dans les coûts évalués selon les pays considérés.

[8]

<https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/documents/prev/prev1016/france.pdf>

Politique budgétaire et stabilité macroéconomique en union économique et monétaire : le cas de l'UEMOA

par Mamadou DIOP et Adama DIAW

L'idée selon laquelle la politique budgétaire est un outil efficace de la politique économique pour stimuler l'activité réelle n'est pas confirmée au plan empirique et ne fait pas l'unanimité au sein des économistes. [L'article publié dans La Revue de l'OFCE \(n°137-2014\)](#) soulève deux écueils majeurs de la politique des gouvernements de l'Union Economique et Monétaire Ouest-Africaine (UEMOA) : le délai de mise en œuvre des mesures budgétaires et l'irréversibilité de certaines dépenses de consommation publique. Il s'agit, en effet, de la capacité à annuler certaines dépenses lorsqu'elles ne seront plus nécessaires pour la stabilisation de l'activité

économique. Cette réversibilité de la politique budgétaire est, aujourd'hui, une condition nécessaire pour préserver la soutenabilité des finances publiques à moyen terme. Pour stabiliser la conjoncture d'un pays à partir de la politique budgétaire, il est important d'identifier parmi les dépenses publiques, celles qui affectent sensiblement l'activité économique, tout en tenant compte de leur délai de réaction. Tel est l'objet de cet article qui se propose d'évaluer l'impact des chocs budgétaires sur l'activité économique des Etats de l'UEMOA et de faire ressortir ainsi les canaux de transmission de leur politique budgétaire.

Vers une meilleure gouvernance dans l'UE ?

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

Vers une meilleure gouvernance dans l'UE ? Tel était le sujet de la 10^e Conférence EUROFRAME sur les questions de politique économique dans l'Union européenne, qui s'est tenue le 24 mai 2013 à Varsovie. « [Towards a better governance in the EU?](#) », le numéro 132 de la collection « Débats et Politiques » de la *Revue de l'OFCE*, publie des versions révisées de douze des communications présentées à cette conférence, rassemblées autour de quatre thèmes : gouvernance budgétaire, analyse des politiques budgétaires, gouvernance bancaire, questions macroéconomiques.

La crise financière mondiale de 2007 et la crise des dettes souveraines de la zone euro à partir de 2009 ont mis en lumière des défauts de la gouvernance dans l'UE. L'analyse de ces défauts et les propositions d'amélioration de la

gouvernance font l'objet d'intenses débats entre économistes, dont la Conférence EUROFRAME a donné une illustration.

Comment renforcer l'Union Economique et Monétaire entre des pays qui restent foncièrement différents ? Comment sortir par le haut de la crise financière et économique, de la crise des dettes publiques, de l'austérité budgétaire et de la dépression ? Peut-on mettre en place une gouvernance de la zone euro, qui garantisse la solidité de la monnaie unique, qui évite le creusement des disparités entre Etats membres, qui leur donne les marges de manœuvre nécessaires, tout en leur interdisant les politiques non-coopératives, que ce soit la recherche excessive de compétitivité et d'excédents extérieurs ou le gonflement irresponsable de leurs dettes publiques ou extérieures ?

Au fil des articles de ce numéro, le lecteur verra apparaître plusieurs points de vue qui sont autant de voies possibles pour l'Europe :

– Certains pensent qu'il faut revenir au Traité originel, supprimer les mécanismes de solidarité, interdire à la Banque centrale d'acheter les dettes des pays membres, imposer à ceux-ci de se financer sur les marchés financiers, qui, échaudés par l'expérience grecque, seront maintenant plus vigilants et imposeront des primes de risques aux pays qu'ils jugent laxistes. Mais ceci est-il compatible avec l'unicité de l'euro ? Les marchés sont-ils compétents en matière macroéconomique ? Les pays de la zone euro peuvent-ils accepter d'être abaissés au rang de pays sans souveraineté monétaire, dont la dette publique est considérée comme risquée et qui ne contrôlent pas leur taux d'intérêt ?

– D'autres estiment qu'il faut aller progressivement vers une Europe fédérale, où les pouvoirs européens auraient en charge la politique budgétaire de chacun des Etats membres ; ceci devrait s'accompagner d'une démocratisation des instances de l'Union allant jusqu'à une certaine forme d'union

politique. Mais peut-on gérer de façon centralisée des pays dont les conjonctures, les structures économiques et sociales diffèrent, qui ont besoin de stratégies différenciées ? La zone euro n'est-elle pas trop hétérogène ? Chaque pays peut-il accepter de soumettre ses choix sociaux et économiques à des arbitrages européens ?

– D'autres estiment que la monnaie unique entre pays trop hétérogènes est impossible, que la garantie inconditionnelle des dettes publiques sera refusée par les pays du Nord, alors qu'elle est indispensable pour maintenir l'unité de la zone euro, que l'Europe est incapable d'organiser une stratégie commune mais différenciée, que les différentiels accumulés en matière de compétitivité nécessitent de forts réajustements de parité en Europe. Il faut laisser les taux de change refléter les situations différenciées des pays membres : forte baisse des monnaies des pays du Sud, forte montée des taux de change des pays du Nord, en retournant au SME, ou même à la flexibilité des change. Chaque pays sera alors placé devant ses responsabilités : les pays du Nord devront relancer leur demande intérieure, ceux du Sud devront utiliser leurs gains de compétitivité pour reconstruire un secteur exportateur. Mais aucun pays ne demande ce saut dans l'inconnu, dont les conséquences financières pourraient être redoutables.

– Certains enfin, dont nous sommes, estiment qu'il faut que les dettes publiques redeviennent des actifs sans risques, garanties par la BCE, dans le cadre d'une coordination ouverte des politiques économiques des pays membres, visant explicitement le plein-emploi et la résorption concertées des déséquilibres de la zone. Mais cette coordination n'est-elle pas un mythe ? Un pays peut-il accepter de modifier ses objectifs de politique économique pour améliorer la situation de ses partenaires ? Les méfiances entre pays européens ne sont-elles pas trop fortes aujourd'hui pour que chacun accepte de garantir les dettes publiques de

ses partenaires ?

Telles sont les questions qui traversent ce numéro, lequel nous l'espérons, apporte une contribution utile aux débats sur la gouvernance de l'UE à l'approche des élections européennes.

[1] [EUROFRAME](#) est un réseau d'instituts économiques européens qui regroupe : DIW et IFW (Allemagne), WIFO (Autriche), ETLA (Finlande), OFCE (France), ESRI (Irlande), PROMETEIA (Italie), CPB (Pays-Bas), CASE (Pologne) et NIESR (Royaume-Uni).

[2] Ce numéro est publié en langue anglaise.

Chocs, chômage et ajustement, les limites de l'union monétaire européenne

Par [Christophe Blot](#)

Dans un article paru en 2013 dans *Open Economies Review*[\[1\]](#), C. A. E. Goodhart et D. J. Lee comparent les mécanismes de sortie de crise aux Etats-Unis et en Europe. S'appuyant sur une comparaison de la situation de trois Etats (l'Arizona, l'Espagne et la Lettonie) confrontés à un krach immobilier et à une récession, les auteurs explorent les raisons de la divergence croissante observée entre les pays de la zone euro, divergence qui ne se retrouve pas aux Etats-Unis. Leur analyse s'appuie sur les critères de zones monétaires optimales permettant aux membres d'une union monétaire de s'ajuster en

cas de choc négatif, et ainsi d'éviter une divergence pérenne de leur taux de chômage lors d'un ralentissement ou d'un recul de l'activité. Si la Lettonie ne fait pas formellement partie d'une union monétaire[2], sa monnaie est cependant restée solidement ancrée à l'euro pendant la crise. Ainsi, aucun des Etats étudiés par Goodhart et Lee n'a eu recours à une dévaluation nominale pour absorber les chocs financiers et réels auxquels ils ont été confrontés. Ils concluent que si l'Arizona a mieux absorbé les chocs que l'Espagne, c'est à la fois en raison de la plus grande solidarité fiscale qui existe entre les Etats des Etats-Unis et de la plus forte intégration du système bancaire américain qui contribue à amortir les chocs spécifiques à chaque Etat.

Outre l'appartenance *de jure* ou *de facto* à une union monétaire, l'Arizona, l'Espagne et la Lettonie ont en commun d'avoir enregistré un boom immobilier dans les années 2000 suivi d'une correction qui a débuté dès 2006 dans l'Arizona et en Lettonie, et un an plus tard en Espagne (graphique 1). La crise immobilière s'accompagne d'une récession et l'on retrouve le même décalage entre l'Espagne et les deux autres Etats. La Lettonie a enregistré la baisse d'activité la plus forte (-21 % entre 2007 et 2010). En revanche, les pertes d'activité enregistrées par l'Arizona (-5,5 % depuis 2007) et l'Espagne (-5 % depuis 2008) sont comparables. Tandis que l'ajustement à la baisse du marché immobilier a cessé en Arizona (la reprise est enclenchée dans l'Etat américain), la récession se poursuit en Espagne. Au total, cette différence dans l'ajustement se traduit par une hausse continue du chômage en Espagne alors qu'il a baissé de 2,8 points en Arizona depuis le pic atteint au premier trimestre 2010 (graphique 2).

L'enlissement de l'Espagne dans la récession et la divergence croissante des économies dans la zone euro pose la question de la capacité des pays de la zone euro à s'ajuster en cas de choc négatif. La théorie des zones monétaires optimales,

initialement développée par Mundell en 1961[3], permet d'évaluer les conditions sous lesquelles un pays peut avoir intérêt à adhérer à une union monétaire. L'optimalité de ce choix dépend de la capacité du pays à absorber les chocs sans avoir recours à une dévaluation de la monnaie. Différents mécanismes d'ajustement sont mis en exergue. Il s'agit principalement[4] de la flexibilité des prix et en particulier des salaires, de la mobilité du facteur travail, de l'existence de transferts budgétaires entre les pays de l'union monétaire et de l'intégration financière. La flexibilité des prix correspond à un mécanisme de dévaluation interne. Comme pour la dépréciation de la monnaie, il s'agit de gagner en compétitivité – par une baisse du coût du travail relatif – pour stimuler les exportations et la croissance lorsque survient un choc négatif. Néanmoins, ce type d'ajustement est généralement bien plus long et coûteux comme le suggèrent les exemples récents de l'Islande et de l'Irlande[5]. La mobilité du travail permet l'ajustement dès lors que la récession conduit des personnes à migrer des Etats où le chômage est élevé vers celui où il est plus faible. La mise en œuvre de transferts budgétaires résulte de l'ensemble des mécanismes permettant aux Etats où la croissance ralentit de bénéficier de transferts stabilisateurs en provenance des autres Etats de l'union ou d'un échelon de gouvernement supérieur. Enfin, Goodhart et Lee considèrent également le rôle stabilisateur du système bancaire local. En l'occurrence, au sein de la zone euro, moins le système bancaire local est fragilisé par la crise immobilière ou celle des dettes publiques, meilleure est l'absorption des chocs.

Les auteurs analysent l'ajustement des économies considérées à l'aune de ces quatre critères. Ils étudient notamment le degré de flexibilité des prix et de mobilité du travail en fonction du chômage dans les trois Etats. Puis ils évaluent l'importance des transferts budgétaires et l'architecture du paysage bancaire. Leurs conclusions sont les suivantes :

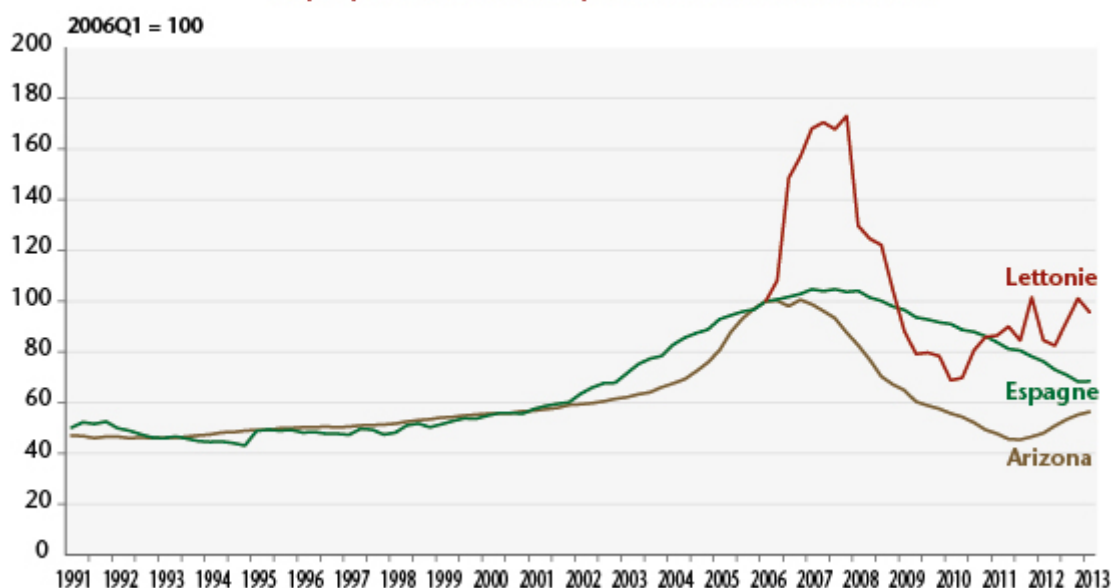
1. La flexibilité des prix n'a joué que marginalement dans l'ajustement sauf en Lettonie où la hausse du chômage a entraîné une baisse du coût unitaire du travail. Ces coûts n'ont par contre pas réagi significativement à l'augmentation du chômage en Espagne et dans l'Arizona.
2. Si les migrations sont plus fortes au sein des Etats-Unis qu'en Europe, les différences ne permettent toutefois pas d'expliquer l'écart d'ajustement des taux de chômage. Il ressort cependant que le rôle des migrations en tant que mécanisme d'ajustement se serait renforcé en Europe. Il reste qu'elles sont insuffisantes pour assurer la convergence des taux de chômage.
3. En 2009 et 2010, l'Arizona a bénéficié d'importants transferts du gouvernement fédéral alors qu'au niveau européen, il n'existe aucun mécanisme automatique de transferts entre Etats. Toutefois, la Lettonie a bénéficié de l'assistance du FMI en 2009 tandis que les pays de la zone euro sont venus au chevet des banques espagnoles. Il reste qu'en l'absence de budget européen conséquent, les pays européens ne peuvent bénéficier que de plans d'aide d'urgence qui, certes, permettent de répondre à un besoin de financement, mais sont insuffisants pour jouer le rôle de stabilisateur économique.
4. Enfin, les auteurs soulignent que l'amplification financière des chocs a été moindre en Arizona dans la mesure où l'essentiel de l'activité bancaire y est réalisée par des banques nationales qui sont de fait moins sensibles aux conditions macroéconomiques et financières locales. Le risque de rationnement du crédit est alors atténué, ce qui permet de mieux absorber le choc initial. En Espagne, à l'exception de quelques banques ayant une activité internationale, qui leur permet de diversifier les risques, l'activité bancaire dépend de banques locales qui sont de fait plus vulnérables. Cette fragilité accrue pousse les banques à restreindre l'accès au crédit, ce qui renforce le choc

initial. La Lettonie se trouve dans une position alternative dans la mesure où l'activité financière est essentiellement réalisée par des banques étrangères. La nature du risque est alors différente puisque l'activité financière locale est déconnectée des conditions macroéconomiques lettones mais dépend de celles du pays où ces banques – suédoises dans une forte proportion – exercent leur activité principale.

La crise de la zone euro a donc bien une dimension institutionnelle. A partir du moment où les pays ont librement consenti à abandonner leur souveraineté monétaire, ils ont aussi refusé de recourir à la dévaluation de la monnaie pour amortir les récessions. Il est cependant indispensable que des mécanismes d'ajustement alternatifs opèrent afin de garantir la « soutenabilité » de l'unification monétaire. L'article écrit par Goodhart et Lee rappelle à cet égard que ces mécanismes font encore défaut dans la zone euro. Les négociations autour du budget européen n'ont ouvert aucune perspective pour la mise en œuvre de transferts fiscaux permettant de stabiliser les chocs au niveau européen. La discussion sur les *Eurobonds* est au point mort. Si le MES (Mécanisme européen de stabilité) est bien un outil de solidarité entre les Etats membres, il répond à une problématique différente puisqu'il s'agit uniquement d'une aide financière d'urgence et non d'un mécanisme de stabilisation automatique. L'intégration bancaire pourrait aussi permettre d'amortir les fluctuations. Cependant, la crise a entraîné une fragmentation accrue des marchés bancaires européens. Le [dernier rapport](#) sur l'intégration financière en Europe, publié par la BCE, révèle une baisse des flux bancaires transfrontaliers de 30 % au cours de la période récente. De même, malgré la politique monétaire commune, les taux appliqués aux crédits par les banques européennes ont divergé récemment [\[6\]](#) (graphique 3). Ainsi, malgré le passeport bancaire européen issu de la directive européenne du 15 décembre 1989 en matière de reconnaissance mutuelle des

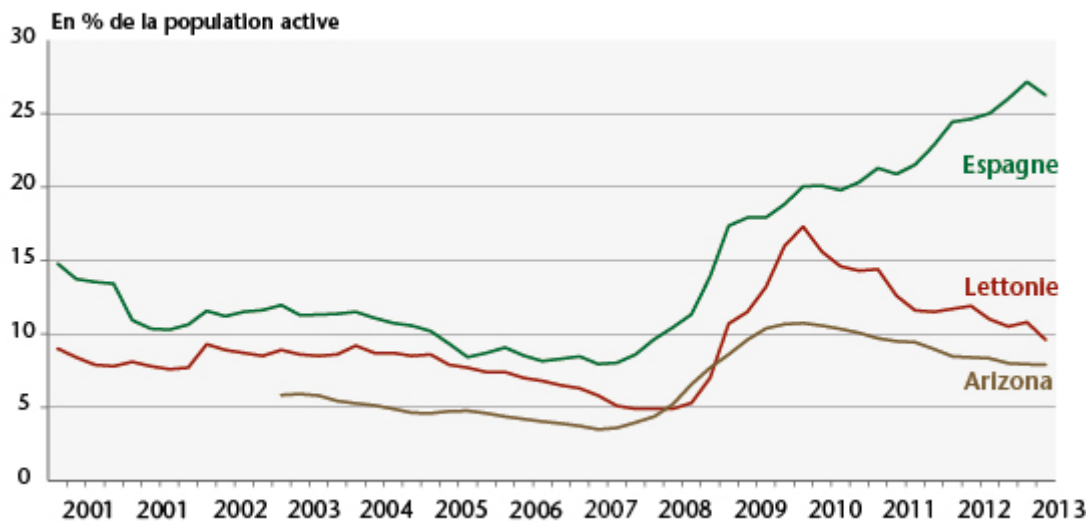
agréments délivrés aux établissements de crédit, l'activité bancaire transfrontalière reste peu développée à l'échelle européenne. Le modèle de banque de détail s'appuie sur l'existence de relations de long terme entre la banque et ses clients, ce qui explique sans doute pourquoi le processus d'intégration est beaucoup plus long que pour les marchés obligataires, monétaires ou d'actions. Il reste cependant que l'union bancaire pourrait constituer une étape supplémentaire dans ce difficile processus d'intégration. Cela favoriserait le développement d'une activité transnationale, ce qui permettrait aussi de déconnecter les problèmes de solvabilité et de liquidité des banques et ceux du financement de la dette publique.

Graphique 1 : Evolution des prix immobiliers en termes réels



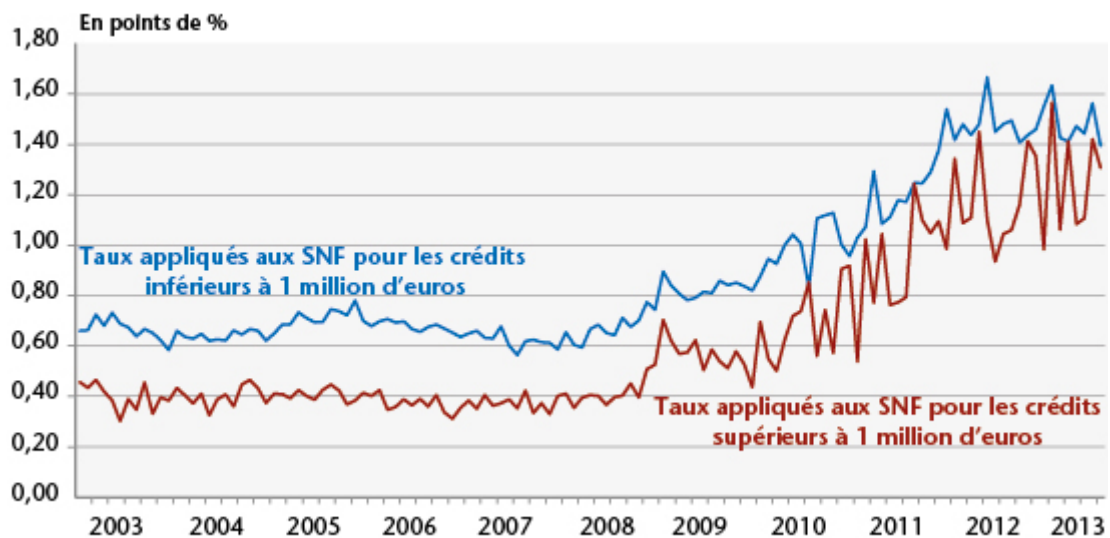
Source : Banque des Règlements Internationaux, Federal Housing Finance Agency.

Graphique 2 : Taux de chômage



Sources : Bureau of Labor Statistics, Instituto Nacional de Estadísticas, Agence nationale pour l'emploi (Lettonie).

Graphique 3 : Dispersion des taux appliqués par les banques de la zone euro



Source : Banque Centrale Européenne.

[1] « Adjustment mechanisms in a currency area », *Open Economies Review*, January 2013. Une version préliminaire de l'article peut être téléchargée ici : <http://www.lse.ac.uk/fmg/workingPapers/specialPapers/PDF/SP212.pdf>

[2] La Lettonie participe depuis 2005 au mécanisme de change européen et devrait adopter l'euro au 1^{er} janvier 2014.

[3] « A theory of optimum currency areas », *American Economic Review*, vol. 51, 1961.

[4] On peut aussi ajouter le taux d'ouverture de l'économie ou le degré de diversification de la production. Mongelli (2002) propose une revue détaillée de ces différents critères. Voir : [« New views on the optimum currency area theory : what is EMU telling us ? »](#) *ECB Working Paper*, n° 138.

[5] Voir [Blot et Antonin \(2013\)](#) pour une analyse comparative des cas irlandais et islandais.

[6] C. Blot et F. Labondance (2013) proposent une analyse de la transmission de la politique monétaire aux taux appliqués par les banques aux sociétés non financières ([voir ici](#)) aux prêts immobiliers ([voir ici](#)).

Les derniers soubresauts de la “Confédération européenne” ?

par [Jacques Le Cacheux](#)

Les institutions dont l'Union européenne s'est dotée, du traité de Maastricht qui, en 1992, l'a créée et a défini la feuille de route aboutissant au lancement de l'euro en 1999, au traité de Lisbonne qui, en 2009, a repris les principaux articles du traité constitutionnel que les Français et les Néerlandais avaient refusé, par référendum, de ratifier en 2005, permettent-elles de résoudre la grave crise à laquelle l'Union est aujourd'hui confrontée ? Après cinq années de marasme économique et près de quatre de tensions persistantes

sur les dettes publiques, les craintes quant à la pérennité de l'union monétaire européenne avaient paru apaisées par la résolution affichée, au début de l'automne 2012, par Mario Draghi, le président de la Banque centrale européenne, d'assurer coûte que coûte l'avenir de la monnaie unique européenne. Mais les résultats des récentes élections générales italiennes ont à nouveau fait tanguer les marchés des dettes souveraines européennes et relancé les spéculations, tandis que la zone euro replongeait dans une récession alors même que les plaies de la précédente n'étaient pas encore cicatrisées.

Pourra-t-on longtemps encore se contenter d'expédients ? Ne conviendrait-il pas d'opérer une véritable révolution institutionnelle, à l'image de celle qu'entreprirent, entre 1788 et 1790, les concepteurs de la Constitution des Etats-Unis d'Amérique, confrontés à une crise aiguë des dettes publiques de la Confédération et des états confédérés ? C'est à une lecture économique et financière de cet épisode essentiel de l'histoire institutionnelle des Etats-Unis, et à un parallèle, que certains jugeront peut-être audacieux, mais qui s'avère à tout le moins éclairant, avec la situation actuelle de la zone euro, que nous invite Thomas J. Sargent, dans sa Conférence Nobel, dont l'OFCE publie la [traduction française](#).

Certes les différences sont nombreuses entre la situation des anciennes colonies britanniques dix ans après leur indépendance et les Etats membres de l'union monétaire européenne. Mais comment ne pas voir les similitudes, tant dans l'incapacité à trouver une solution collective aux crises de dettes publiques nationales que dans l'inanité de l'accord conclu en février 2012 sur le futur budget européen ? *Mutatis mutandis*, c'est de fédéralisme budgétaire, mais aussi politique, qu'il est question, dans un cas comme dans l'autre.

Le retour à la drachme serait-il un drame insurmontable?

par [Céline Antonin](#)

Le 17 juin 2012, le vote des Grecs aux élections législatives a, au moins pour un temps, éloigné le spectre d'une sortie du pays de la zone euro. Cependant, l'idée n'est pas totalement enterrée, et trouve des relais aussi bien en Grèce que chez certaines formations politiques en zone euro. Cela continue de poser la question du coût d'un défaut total de la Grèce pour ses créanciers, au premier rang desquels figure la France. L'analyse publiée dans la dernière [Note de l'OFCE \(n°20 du 19 juin 2012\)](#) montre que malgré l'ampleur des pertes potentielles, plusieurs facteurs permettent de relativiser les conséquences d'un défaut de l'Etat grec sur les pays de la zone euro.

Une sortie de la Grèce de la zone euro, non prévue par les traités, serait un véritable casse-tête juridique à résoudre, il faudrait notamment gérer le retrait d'un pays de l'Eurosystème[1]. En cas de retour à une nouvelle drachme, qui se déprécierait fortement par rapport à l'euro[2], le fardeau de la dette publique restant à rembourser serait considérablement alourdi, de même que celui des dettes privées qui seraient toujours libellées en euros. Les faillites d'entreprises financières et non financières seraient nombreuses. Légalement, la Grèce ne pourrait pas convertir unilatéralement sa dette publique en nouvelles drachmes. Etant

donné la faible soutenabilité de l'endettement public du pays et le fait que la dette soit libellée quasi-exclusivement en euros, le pays ferait certainement défaut (au moins partiellement) sur sa dette publique, voire sur sa dette extérieure[3]. Les principaux détenteurs de dette grecque étant les pays de la zone euro, quel serait l'ampleur du choc en cas de défaut grec ?

L'objectif ici, dont on trouvera plus de détails dans la [Note de l'OFCE \(n°20 du 19 juin 2012\)](#), est de décomposer l'exposition des pays de la zone euro (et notamment la France) à la dette publique et privée grecque. L'exposition à la dette publique grecque transite par trois canaux principaux :

- 1) les deux plans d'aide budgétaire de mai 2010 et mars 2012 ;
- 2) la participation à l'Eurosystème ;
- 3) l'exposition des banques commerciales.

Si l'on analyse chacun de ces canaux, il apparaît que ce sont surtout les plans d'aide à la Grèce qui exposent les pays de la zone euro à des pertes. Ils exposent les pays de la zone euro à des pertes maximales de 160 milliards d'euros (dont 46 milliards d'euros pour l'Allemagne et 35 milliards d'euros pour la France). Les pays de la zone euro sont également exposés à la dette publique grecque *via* leur participation à l'Eurosystème : en effet, le bilan de l'Eurosystème a gonflé considérablement pour soutenir les pays fragiles de la zone euro, notamment la Grèce. Cela étant, au vu de la capacité d'absorption des pertes de l'Eurosystème (plus de 3 000 milliards d'euros), nous considérons que les pertes potentielles pour les pays de la zone euro sont peu probables, dans le cas d'un défaut unilatéral de la Grèce sur sa dette publique. Enfin, le système bancaire de la zone euro serait exposé à hauteur de 4,5 milliards d'euros au risque souverain grec et à hauteur de 45 milliards d'euros au secteur privé grec[4].

L'exposition cumulée de la zone euro à la dette grecque, hors Eurosysteme, atteindrait au maximum 199 milliards d'euros (2,3 % du PIB de la zone euro, tableau), dont 52 milliards d'euros pour l'Allemagne (2 % du PIB) et 65 milliards d'euros pour la France (3,3 % du PIB). Si l'on inclut l'exposition à l'Eurosysteme, l'exposition cumulée de la zone euro à la dette grecque atteindrait 342 milliards d'euros (4 % du PIB de la zone euro), dont 92 milliards d'euros pour l'Allemagne (3,6 % du PIB) et 95 milliards d'euros (4,8 %) pour la France. La France apparaît comme le pays le plus exposé de la zone euro, à cause de l'exposition de ses banques à la dette privée grecque, *via* des filiales en Grèce. Si l'on ne considère que la dette publique grecque, en revanche, c'est l'Allemagne qui apparaît comme le pays le plus exposé à un défaut grec.

Synthèse des expositions par pays à la dette grecque

En milliards d'euros

	1) Plans d'aide		2) Eurosysteme		3) Banques commerciales		Total	Total hors Eurosysteme
	1er plan d'aide	2e plan d'aide	SMP	TARGET2	Dette publique	Dette privée		
Allemagne	14,7	31,4	12,5	27,3	1,3	5,1	92,3	52,5
Autriche	1,5	3,2	1,3	2,8	NC*	NC*	8,8	4,7
Belgique	1,9	4,0	1,6	3,5	0,1	0,0	11,1	6,0
Chypre	0,1	0,2	0,1	0,2	NC	NC	0,6	0,3
Espagne	6,5	13,8	5,5	12,0	0,1	0,5	38,4	20,9
Estonie	0,0	0,3	0,1	0,3	NC	NC	0,7	0,3
Finlande	1,0	2,1	0,8	1,8	NC	NC	5,7	3,1
France	11,1	23,6	9,4	20,5	1,3	29,1	95,0	65,1
Irlande	0,9	0,0	0,7	1,6	NC	NC	3,2	0,9
Italie	9,7	20,7	8,3	18,0	0,2	1,1	58,0	31,7
Luxembourg	0,1	0,3	0,1	0,3	NC	NC	0,8	0,4
Malte	0,1	0,1	0,0	0,1	NC	NC	0,3	0,2
Pays-Bas	3,1	6,6	2,6	5,7	NC	NC	18,0	9,7
Portugal	1,4	0,0	1,2	2,5	NC	NC	5,1	1,4
Slovaquie	0,5	1,1	0,5	1,0	NC	NC	3,1	1,6
Slovénie	0,3	0,6	0,2	0,5	NC	NC	1,6	0,9
Total ZE	52,9	107,7	45,0	98,0	2,9	35,8	342,3	199,3

*NC = non connu, la BRI ne donnant les expositions que de l'Allemagne, de la Belgique, de la France, de l'Italie et de l'Espagne. Les totaux sont donc calculés sans inclure les expositions des banques de second rang, sauf pour l'Allemagne, la Belgique, la France, l'Italie, l'Espagne et le total zone euro.

Sources : « The Economic Adjustment Programme for Greece – First review summer 2010 », BCE, FESF, BRI Quarterly Review (juin 2012), Banque de Grèce, calculs de l'auteur.

Ces montants constituent une borne supérieure : ils représentent le maximum des pertes potentielles dans le scénario le plus défavorable, à savoir le défaut total de la Grèce sur sa dette publique et privée. En outre, il est impossible de prévoir avec certitude l'ensemble des réactions en chaîne liées à une sortie de la Grèce de la zone euro : tout dépend si la sortie est concertée ou pas, si un plan de rééchelonnement des dettes est mis en place, de l'ampleur de la dépréciation de la drachme par rapport à l'euro, ...

L'élément « rassurant » de cette analyse est l'ordre de grandeur des pertes éventuelles (tableau) : le choc d'une sortie de la Grèce serait absorbable, même si cela induirait un choc sur chacun des pays membres et creuserait leur déficit, sapant leurs efforts pour revenir à l'équilibre budgétaire. En revanche, cette analyse rappelle également combien les économies des pays de la zone euro sont imbriquées, ne serait-ce que *via* l'Union monétaire, sans parler des mécanismes de solidarité budgétaire. Ainsi, une sortie de la Grèce de la zone euro risquerait d'ouvrir la boîte de Pandore, et si d'autres pays sont tentés d'imiter l'exemple grec, c'est l'ensemble de la zone euro qui risque de sombrer.

[1] L'Eurosystème est l'institution européenne regroupant la BCE et les banques centrales des pays faisant partie de la zone euro.

[2] Sur cette question, voir [A. Delatte, Quels sont les risques du retour à la drachme encourus par les Grecs, blog de l'OFCE, juin 2012.](#)

[3] La dette extérieure désigne l'ensemble des [dettes](#) qui sont dues par tous les acteurs publics et privés d'un pays à des prêteurs étrangers.

[\[4\]](#) On se situe ici dans un cas d'école, où la dépréciation de la drachme serait telle que la monnaie ne vaudrait plus rien.