

# Pas de surprise du côté de la Fed\*

par Christine Riffart

Sans grande surprise, lors de sa réunion des 29 et 30 octobre, le Comité de politique monétaire de la Réserve fédérale des Etats-Unis a décidé de maintenir ses mesures non conventionnelles et de laisser inchangé son taux des fonds fédéraux. Depuis la fin de l'année 2012, la Réserve fédérale procède en effet à des achats massifs de titres (obligations publiques et titres de dette hypothécaire) au rythme de 85 milliards de dollars par mois. L'objectif est de faire pression sur les taux longs et soutenir l'activité, y compris sur le marché immobilier.

Par ailleurs, la Réserve fédérale, engagée dans une stratégie de transparence et de communication qui vise à ancrer les anticipations des investisseurs, n'a fait que confirmer le maintien du taux entre 0 et 0,25 % aussi longtemps que le taux de chômage sera supérieur à 6,5 %, que l'inflation anticipée à l'horizon d' 1 à 2 ans ne sera pas supérieure d'un demi-point à l'objectif d'inflation de long terme, fixé à 2 %, et que les anticipations d'inflation de long terme resteront stables. Selon nos prévisions d'octobre (voir [Etats-Unis : la croissance plafonnée](#)), le taux de chômage, de 7,2 % en septembre pourrait atteindre 6,9 % fin 2014. Enfin, l'inflation, à 1,5 % au troisième trimestre 2013, ne dépasserait pas 1,8 % en 2014. Dans ces conditions, aucune hausse n'est attendue avant le deuxième semestre 2015. La politique restera donc particulièrement accommodante.

Les incertitudes portaient davantage sur le retrait effectif des mesures non conventionnelles qui maintiennent les taux longs à des niveaux artificiellement bas. Annoncé en mai dernier, l'arrêt ou la réduction de ces mesures est attendu

par les marchés, ces mesures n'ayant pas vocation à durer. Entre mai et septembre 2013, les investisseurs privés ou publics étrangers avaient anticipé le début du retrait et s'étaient défaussés d'une partie de leurs titres. Cet afflux de titres avait fait chuter les prix et entraîné une hausse d'un point des taux longs publics en quelques semaines. Mais la fragilité de la croissance, l'insuffisance des créations d'emploi et surtout l'exercice de communication dans lequel se sont lancées les Banques centrales pour rassurer les marchés financiers ont éloigné au fil des mois, la date d'application de ce retrait des achats. Les taux longs ont à nouveau baissé, et encore plus ces dernières semaines après la crise budgétaire d'octobre.

Si, rétrospectivement, il apparaît que l'anticipation d'un retrait des mesures non conventionnelles était prématurée, il n'en demeure pas moins que la question du *timing* se pose. Dans son communiqué, le Comité précise que la décision dépendra des perspectives économiques tout autant que de l'évaluation coût / bénéfice du programme. Or, le paysage économique ne devrait pas s'améliorer dans les prochains mois. Si le Congrès parvient à un accord budgétaire avant le 13 décembre, celui-ci se fera assurément sur la base de coupes dans les dépenses publiques. Ce nouveau choc budgétaire viendra freiner encore la croissance et pénaliser davantage le marché du travail. L'émission de nouveaux titres de dette, contrainte en 2013 par le plafond légal de la dette, progresserait alors très lentement en 2014 du fait des ajustements budgétaires. Face à cette modération de l'offre de titres, la Réserve fédérale pourrait réduire ses achats au profit des autres investisseurs. L'équilibre sur le marché des titres pourrait alors être maintenu sans baisse brutale du prix des actifs.

Cette normalisation des instruments de politique monétaire ne devrait pas tarder. Mais elle n'est pas sans risque car une brusque hausse des taux longs n'est pas exclue. Les marchés sont volatiles et l'épisode des mois de mai et juin l'a

rappelé. Mais une grande partie du mouvement est déjà intégré par les marchés. La Réserve fédérale devra donc amplifier sa stratégie de communication (en annonçant à l'avance par exemple la date et l'ampleur du retrait) si elle veut réussir le difficile exercice d'équilibriste de maintien d'une politique monétaire très accommodante tout en levant progressivement ses mesures exceptionnelles de bas taux d'intérêt. On fait l'hypothèse que l'exercice sera réussi. Les taux longs publics de 2,7 % au troisième trimestre 2013, ne devraient pas dépasser 3,5 % à la fin de 2014.

---

\*Ce texte s'appuie sur l'étude « Politique monétaire : est ce le début de la fin ? » à paraître prochainement dans [les perspectives 2013-2014 de l'OFCE pour l'économie mondiale](#).

---

# Le déclin de l'Empire américain

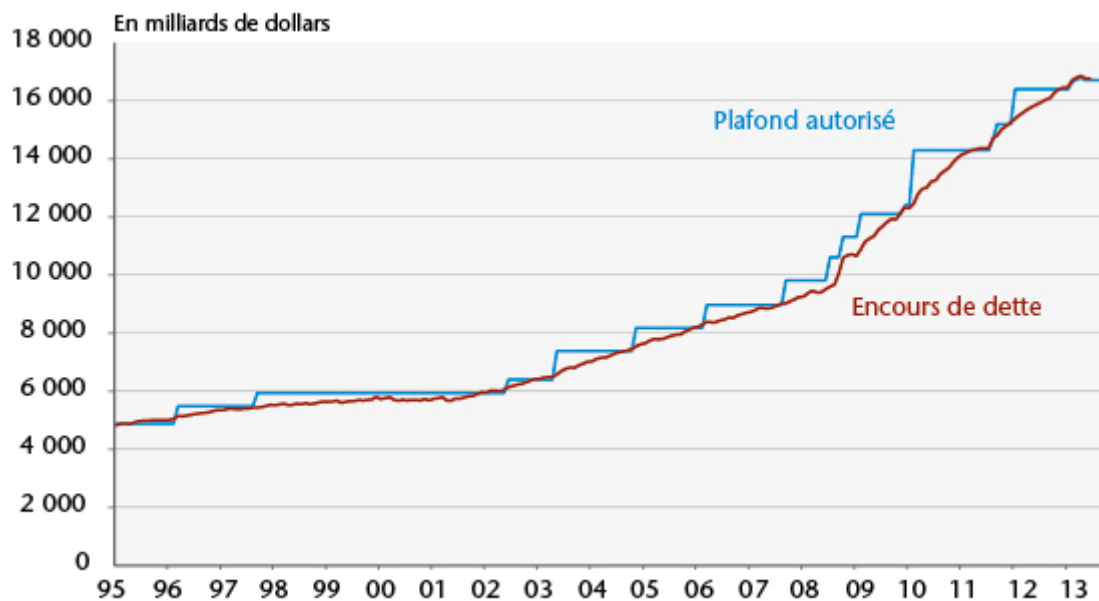
par Christine Riffart

Après deux semaines de [shut down](#), et au bord de la cessation de paiement si aucun accord durable n'est trouvé avant la fin octobre, l'administration américaine est confrontée à une combinaison de crises sans précédent. Les coupes brutales sur les dépenses non votées dans le budget 2014 dont l'exercice fiscal a commencé le 1er octobre vont porter un coup fatal à la croissance du quatrième trimestre. La menace d'un défaut de paiement agite les marchés financiers, inquiète à juste titre les détenteurs de bons du Trésor et autres titres publics et fait planer le doute d'une nouvelle crise financière qui serait autrement plus grave pour l'économie mondiale que la

crise de 2008. Enfin, le pays est en train de sombrer dans une crise institutionnelle sans précédent dont on a du mal à imaginer une issue positive. Car la proposition faite vendredi par les républicains (voir [article du Financial Times](#) du 11 octobre) de relever le plafond de dette pendant une période de six semaines pour désamorcer la crise autour du défaut aura fait long feu, puisque dès samedi elle était rejetée par le Président (voir [article](#) du 12 octobre). Cet épisode est apparu davantage comme une secousse supplémentaire à ce séisme qui n'en finit pas qu'un début de réponse crédible à la situation.

Pour commencer, il faut rappeler que le plafond de la dette est la limite statutaire fixée par le Congrès sur le montant d'emprunts que le Trésor peut émettre pour satisfaire à ses obligations légales (remboursement de la dette fédérale, paiement des intérêts, dépenses budgétaires, ...). Dans la mesure où le budget voté par le Congrès est en déficit, il génère un besoin de financement qui doit être couvert par une nouvelle dette<sup>[1]</sup>. Si la dette atteint la limite autorisée, le Trésor ne peut plus émettre de nouveaux titres, sauf dans la limite où d'anciens titres arrivent à maturité. Le Congrès doit alors relever le plafond de dette pour permettre l'application de la politique budgétaire, ou bien voter un budget qui dégage un excédent budgétaire primaire suffisant pour couvrir les obligations légales du Trésor. C'est bien dans cette problématique que se trouve actuellement l'administration américaine.

**Graphique. Plafond de dette et dette du gouvernement fédéral**



Source : États-Unis, Département du Trésor.

Depuis le 19 mai 2013<sup>[2]</sup>, le plafond de la dette est atteint. Ne pouvant plus émettre de nouvelles dettes, le Trésor finance ses opérations par des mesures exceptionnelles (en recourant notamment aux réserves des Fonds de pension des fonctionnaires du gouvernement fédéral, du service postal, ou encore du Fonds de Stabilisation des changes) lesquelles, selon le [Secrétaire américain au Trésor](#), seront épuisées le 17 octobre.

Au-delà, le Trésor ne devrait plus disposer que de ses recettes fiscales perçues quotidiennement et d'un peu de cash pour continuer à honorer ses engagements normalement. La cessation de paiement pourrait être prononcée entre le 18 octobre et le 1er novembre, selon le [Bipartisan Policy Center](#). Le *Congressional Budget Office* situe cette date au 22 octobre.

**Tableau. Principaux engagements budgétaires à très court terme**

Date d'échéance	Montants estimés (en milliards de dollars)	Engagements
15 octobre	2	Prestations sociales
23 octobre	12	Prestations sociales
24 octobre	57	Renouvellement de dette arrivant à maturité
31 octobre	115	Renouvellement de dette arrivant à maturité
31 octobre	6	Paiement des intérêts sur la dette
1 <sup>er</sup> novembre	58	Prestations sociales et salaires des militaires
14 novembre	12	Prestations sociales
15 novembre	29	Paiement des intérêts sur la dette

Source : Bipartisan Policy Center.

La proposition d'un relèvement du plafond de dette pendant six semaines devait reporter d'autant l'échéance d'un défaut et donner du temps au Congrès pour négocier un nouveau budget. Mais cela changeait-il vraiment la donne ?

Même en l'absence d'un vote au Congrès, d'importantes dépenses sont déjà engagées sur le budget 2014. Ainsi, dans la [version révisée du Budget du Président](#) de juillet dernier, sur les 3 642 milliards de dollars de dépenses fédérales prévues, 2 236 milliards sont des dépenses obligatoires (*mandatory programs*), principalement au titre des programmes sociaux (sécurité sociale, Medicare, Medicaid), 614 milliards sont destinés à la Défense et ont été votés dans les précédents budgets, et 222 milliards sont des charges d'intérêts. Or, les recettes fiscales étant insuffisantes pour couvrir ces dépenses déjà actées, le Trésor devra s'endetter pour les financer et sans relèvement suffisant du plafond, il ne pourra pas le faire.

L'objectif des républicains est donc bien de revenir sur les programmes sociaux. Mais là non plus le Congrès ne peut revenir sur des programmes qui ont déjà été votés et dont il a pris l'engagement de les respecter.

On voit bien la guerre politique qui se joue désormais. Le plafond de la dette s'est placé au cours des deux dernières années, au cœur de la politique budgétaire américaine[31] pour devenir aujourd'hui un puissant outil d'injonction. Pis encore, un outil d'injonction contradictoire ! Le refus du Congrès de relever le plafond de la dette contraint le Trésor et le gouvernement américain à enfreindre leurs obligations respectives. Le Congrès se soustrait à la responsabilité budgétaire qui est la sienne soit en n'autorisant pas le Trésor à financer des dépenses qu'il a lui-même votées, soit en reniant ses propres engagements. Ce faisant, il force le Président Barack Obama à s'engager dans une crise politique majeure autour de l'interprétation de la constitution et de la séparation des pouvoirs qu'elle implique.

Dès lors, si les républicains restent aussi fermés sur leurs objectifs de réduction des dépenses publiques, ce ne sont pas six semaines qui vont changer la nature du conflit. Les fondements mêmes des institutions sont attaqués. Au-delà des conséquences dramatiques que cette crise pourra avoir aux niveaux économique et financier, c'est bien tout l'édifice de la puissance américaine qui vacille.

---

[1] Dette<sub>t</sub> – Dette<sub>t-1</sub> = Solde budgétaire primaire<sub>t</sub> + taux d'intérêt<sub>t</sub> \* Dette<sub>t-1</sub>

[2] Le 31 décembre 2012, le plafond était atteint et le 4 février 2013, le Président signait le *No Budget, No Pay Act* qui supprimait cette contrainte pendant une période de deux mois. Réintroduit le 19 mai sur la base de l'ancien plafond augmenté du montant des nouveaux emprunts réalisés entre le 4 février et le 18 mai 2013, le nouveau plafond a été fixé à 16 699 milliards de dollars. Mais, dès sa remise en application, le nouveau plafond a posé problème puisqu'il correspondait par construction au montant de la dette fédérale existant à cette date.

[3] Le relèvement du plafond signé le 2 août 2011 par le Président dans le cadre du *Budget Control Act of 2011* était directement lié à l'engagement de réduire de 1 200 milliards de dollars les dépenses budgétaires à l'horizon de 10 ans, et dont les premiers effets ont commencé en mars dernier avec les coupes automatiques (séquestrations).

---

# De la monnaie cosmopolitique

Par [Maxime Parodi](#), sociologue à l'OFCE

Une monnaie cosmopolitique est une monnaie commune à plusieurs nations et fondée explicitement sur une forme de co-souveraineté (pour une analyse approfondie voir le [working paper de l'OFCE, 2013-09, juin 2013](#)). Une telle monnaie n'est possible qu'en acceptant une politique monétaire et des politiques budgétaires et fiscales fondées sur des raisons partagées, où chacun est responsable des engagements monétaires qu'il prend et co-responsable de la capacité de chacun à mener une politique économique adéquate. Pour durer, cette monnaie exige une attention soutenue sur les divergences macroéconomiques entre les partenaires et les difficultés que rencontre chacun ; elle impose une concertation ouverte sur les raisons de ces divergences et de ces difficultés ; elle nécessite une force de propositions sur les remèdes possibles, à court, moyen et long terme ; enfin, elle exige la coopération volontaire de chacun, à condition toutefois d'en avoir la capacité.

De tous les sociologues classiques, seul Simmel aurait pu envisager une telle monnaie. En effet, il est le seul à étudier la socialisation en elle-même, à vouloir comprendre la société en train de se faire tandis que Durkheim partait d'une société toujours déjà constituée, d'un individu toujours déjà socialisé et Weber partait d'individus toujours déjà constitués, « terminés », sans les considérer aussi comme des sujets susceptibles de s'influencer mutuellement pour faire délibérément société. Or une union cosmopolitique est précisément une union toujours en train de se faire ; elle n'est jamais définitivement constituée. Ce type d'union est donc fragile par essence mais, en même temps, elle n'apparaît



jamais que dans les contextes où elle s'impose objectivement aux citoyens. L'union est sans cesse renouvelée, remise à l'ouvrage, parce qu'il y a un terreau objectif d'intérêts voisins ou transversaux et que, par conséquent, chacun juge souhaitable de résoudre au mieux les problèmes de voisinage. Dès lors, au nom de l'union, il devient possible de régler certains conflits avec équité et de resserrer les liens.

Dans cette optique, le fait d'adopter une monnaie commune n'est pas un acte anodin au sein d'une union cosmopolitique. D'un coup, chacun s'engage à respecter ses promesses monétaires à l'égard de ses voisins. C'est évidemment un grand bouleversement, qui a des conséquences immédiates et prévisibles : les coûts de transaction entre les partenaires s'effondrent, en particulier il n'y a plus de risque lié à la détention d'une devise étrangère puisque la devise est maintenant commune et garantie politiquement. Mais il y a aussi des conséquences moins immédiates, plus souterraines. Ainsi, cet engagement commun remet souvent en cause la culture économique des nations concernées en les obligeant à expliciter certains de leur mode de fonctionnement : des gouvernements habitués à résoudre leurs problèmes par l'inflation ou la dévaluation doivent dorénavant dire à leurs citoyens qu'il faut augmenter les taxes ou dépenser moins ; des banques « trop grosses pour faire faillite » doivent maintenant rédiger des testaments au lieu de compter sur la garantie implicite des citoyens... Enfin, la monnaie cosmopolitique crée un nouveau lien entre les partenaires, qui les conduit en principe à se soucier de leurs voisins. De fait, les partenaires ne se sont pas simplement engagés à respecter leurs promesses envers chacun, mais aussi à ce que chacun soit en mesure de respecter les siennes (puisque la confiance ne se divise pas).

Aussi la monnaie cosmopolitique introduit une sorte de solidarité au sein de l'union. Il faut désormais se soucier que son voisin soit en capacité de tenir ses engagements

monétaires. Ceci implique de garantir à celui-ci une capacité d'endettement et/ou un flux d'investissement sur son territoire. Mais, à la différence des solidarités au sein d'une nation, cette garantie-ci est plus morale que juridique : elle n'est pas entièrement gravée dans le marbre de l'union, mais doit être discutée au cas par cas. Le risque d'aléa moral est ainsi écarté.

L'euro apparaît comme le cas paradigmatique d'une monnaie cosmopolitique. C'est même le seul cas au travers de l'histoire où le cosmopolitisme fonde véritablement la monnaie. Ce caractère inédit pose d'ailleurs des difficultés en bousculant les cultures économiques nationales. Depuis les débuts de la crise monétaire, en 2008, chacun découvre comment les institutions verticales (Conseil européen, BCE) abordent les problèmes et mettent en œuvre des réponses. Une culture de l'euro se forge-là, presque une jurisprudence. C'est pourquoi, d'ailleurs, le Conseil européen devrait s'interroger sur le poids de ses décisions sur cette culture naissante : la zone euro est-elle en train d'adopter une coutume des « retours immédiats » ? Une doctrine née de la défiance ? Si une monnaie cosmopolitique est possible, encore faut-il en accepter les deux faces – la co-responsabilité autant que la responsabilité.

---

**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

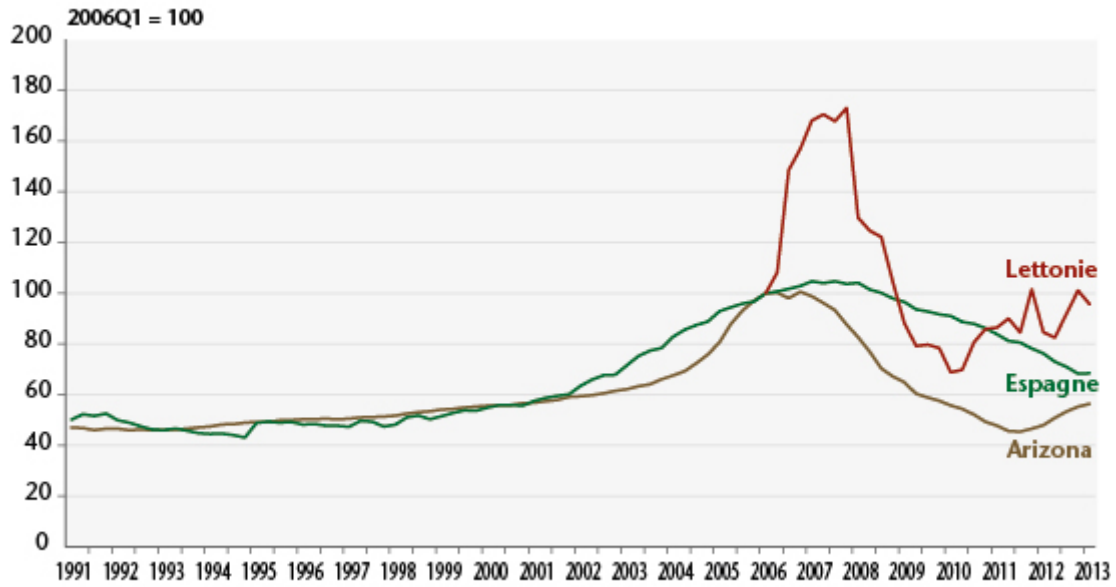
économique.

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

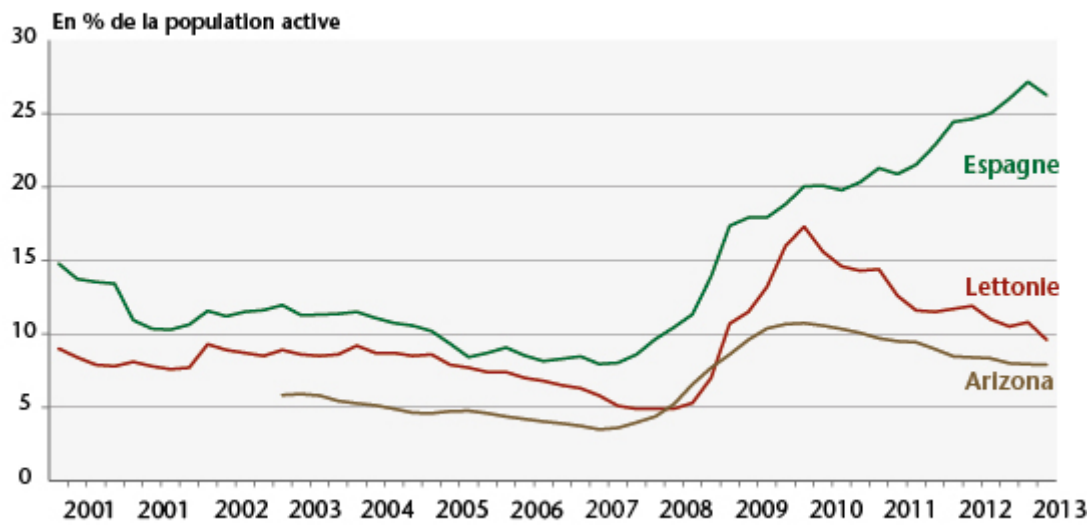
solidarité entre les Etats membres, il répond à une problématique différente puisqu'il s'agit uniquement d'une aide financière d'urgence et non d'un mécanisme de stabilisation automatique. L'intégration bancaire pourrait aussi permettre d'amortir les fluctuations. Cependant, la crise a entraîné une fragmentation 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.

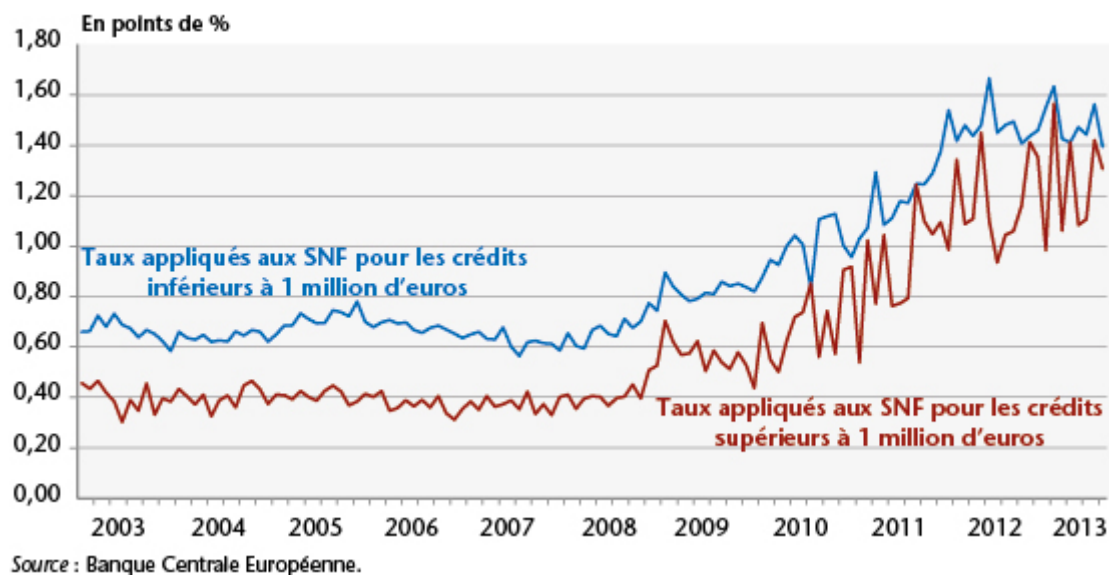
**Graphique 2 : Taux de chômage**



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



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



---

[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<sup>er</sup> 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](#)).

---

# Politique monétaire et boom immobilier : comment gérer l'hétérogénéité dans la zone euro ?

par [Christophe Blot](#) et Fabien Labondance

La transmission de la politique monétaire à l'activité économique et à l'inflation repose sur différents canaux dont le rôle et l'importance dépendent crucialement des caractéristiques structurelles des économies. La dynamique du crédit et des prix immobiliers est au cœur de ce processus. Dans la zone euro, les sources d'hétérogénéité entre pays sont multipliées, ce qui pose la question de l'efficacité de la politique monétaire mais aussi celle des moyens à mettre en œuvre pour atténuer cette hétérogénéité.

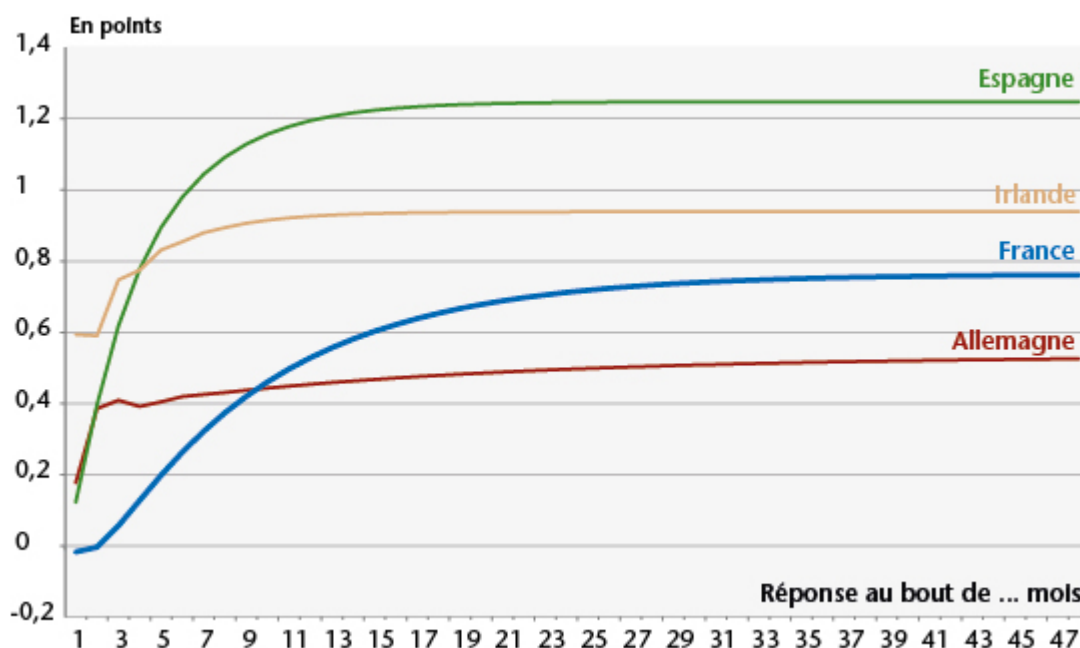
Les sources d'hétérogénéité entre les pays peuvent résulter du degré de concentration des systèmes bancaires (*i.e.* plus ou moins de banques et donc plus ou moins de concurrence), du mode de financement (*i.e.* à taux fixe ou à taux variable), de la maturité des prêts aux ménages, de leur niveau d'endettement, de la proportion de ménages locataires ainsi que des coûts de transaction sur le marché immobilier. La part des prêts effectués à taux variable reflète parfaitement ces hétérogénéités puisqu'elle s'élève à 91 % en Espagne, 67 % en Irlande et à 15 % en Allemagne. Dans ces conditions, la

politique monétaire commune menée par la Banque centrale européenne (BCE) a des effets asymétriques sur les pays de la zone euro, comme en témoigne l'évolution divergente des prix de l'immobilier dans ces pays. Ces asymétries se répercutent ensuite sur l'évolution du PIB, un phénomène que l'on a observé aussi bien « avant » que « depuis » la crise. Ces questions font l'objet d'un article que nous avons publié dans le volume [Ville et Logement](#) de la Revue de l'OFCE. Nous évaluons l'hétérogénéité de la transmission de la politique monétaire vers les prix immobiliers dans la zone euro en distinguant explicitement deux étapes du canal de transmission, chaque étape pouvant refléter différentes sources d'hétérogénéité. La première permet de décrire la répercussion du taux d'intérêt contrôlé par la BCE sur les taux appliqués par les banques de chaque pays de la zone euro aux crédits immobiliers. La deuxième étape illustre les effets différenciés de ces taux bancaires sur les prix immobiliers.

Nos résultats confirment l'existence d'une transmission hétérogène de la politique monétaire dans la zone euro. Ainsi, pour un taux directeur constant fixé par la BCE à 2 %, comme cela était le cas entre 2003 et 2005, les estimations réalisées sur la période précédant la crise suggèrent que le taux d'équilibre de long terme appliqué respectivement par les banques espagnoles et irlandaises serait de 3,2 % et 3,3 %. Comparativement, le taux équivalent en Allemagne serait de 4,3 %. En outre, l'inflation plus élevée en Espagne et en Irlande amplifierait cet écart de taux nominal. Nous montrons ensuite que la répercussion des variations du taux directeur de la BCE sur les taux bancaires est, avant la crise, plus forte en Espagne ou en Irlande qu'elle ne l'est en Allemagne (graphique), ce qui renvoie aux différences observées sur la part des prêts effectués à taux variable dans ces différents pays. Il faut noter qu'avec la crise, la transmission de la politique monétaire a été fortement perturbée. Les banques n'ont pas forcément ajusté l'offre et la demande de crédit en modifiant les taux mais en durcissant les conditions d'octroi

des crédits[1]. Par ailleurs, les estimations portant sur la relation entre les taux appliqués par les banques et les prix immobiliers suggèrent une forte hétérogénéité à l'intérieur de la zone euro. Ces différents résultats permettent donc de comprendre, au moins partiellement, les divergences observées sur les prix immobiliers dans la zone euro. La période au cours de laquelle le taux fixé par la BCE était bas aurait contribué au boom immobilier en Espagne et en Irlande. Puis, le durcissement de la politique monétaire, décidé après 2005, expliquerait également l'ajustement plus rapide des prix immobiliers observé dans ces deux pays. Nos estimations suggèrent également que les prix immobiliers dans ces deux pays sont aussi très sensibles aux évolutions de la croissance économique et démographique. Les cycles immobiliers ne peuvent donc pas se réduire à l'effet de la politique monétaire.

**Graphique. Effet d'une hausse de 1 point du taux de la BCE sur les taux bancaires**



Source : Calculs des auteurs.

Dans la mesure où la crise récente trouve sa source dans les déséquilibres macroéconomiques qui se sont développés dans la zone euro, il est essentiel pour le bon fonctionnement de l'Union européenne de réduire les sources d'hétérogénéités entre les Etats membres. Pour autant, ceci n'est pas forcément du ressort de la politique monétaire. D'une part, il n'est pas

certain que l'instrument de politique monétaire, le taux d'intérêt de court terme, soit l'outil adapté pour freiner le développement de bulles financières. D'autre part, la BCE conduit la politique monétaire pour l'ensemble de la zone euro en fixant un taux d'intérêt unique, ce qui ne lui permet pas de tenir compte des hétérogénéités qui caractérisent l'Union. Il faut plutôt encourager la convergence des systèmes bancaire et financier. A cet égard, bien qu'elle soulève encore de nombreux problèmes (voir [Maylis Avaro et Henri Sterdyniak](#)), le projet d'union bancaire peut contribuer à réduire l'hétérogénéité. Un autre moyen efficace de réduire l'asymétrie de la transmission de la politique monétaire réside dans la mise en œuvre d'une politique prudentielle centralisée dont la BCE pourrait être en charge. De cette façon, il serait possible de renforcer la résilience du système financier en adoptant notamment une régulation du crédit bancaire qui pourrait tenir compte de la situation prévalant dans chaque pays afin d'éviter le développement de bulles qui font peser une menace pour les pays et pour la stabilité de l'union monétaire (voir le [rapport du CAE n°96](#) pour plus de détails).

---

[1] [Kremp et Sevestre \(2012\)](#) mettent en avant le fait que la réduction des volumes de prêts ne provient pas uniquement d'un rationnement de l'offre de crédit mais que le climat récessif a également entraîné une baisse de la demande.

---

# Quels ont été les freins à la croissance depuis 2010 ?

par [Eric Heyer](#) et Hervé Péléraux

A la fin de l'année 2012, cinq ans après le début de la crise, le PIB de la France n'est toujours pas revenu à son niveau antérieur (graphique 1). Dans le même temps, la population active en France a augmenté continûment et le progrès technique n'a pas cessé d'accroître la productivité des travailleurs. Nous sommes donc plus nombreux et plus productifs qu'il y a 5 ans alors que la production est moindre : l'explosion du chômage observé est le symptôme de ce désajustement. Pour quelles raisons la reprise entrevue en 2009 s'est-elle étouffée mi-2010 ?



Le principal facteur de l'étouffement de la reprise est la politique d'austérité mise en place en France et en Europe dès 2010, puis accentuée en 2011 et en 2012 (tableau 1). Les effets de cette politique de rigueur sont d'autant plus marqués qu'elle est générale dans l'ensemble des pays de la zone euro. Les effets restrictifs internes se cumulent avec ceux qui résultent du freinage de la demande adressée par les partenaires européens. Alors que 60 % des exportations de la France sont à destination de l'Union européenne, la stimulation extérieure s'est quasiment évanouie à la mi-2012, moins du fait du ralentissement de la croissance mondiale qui reste voisine de 3 %, mais en conséquence des mauvaises performances de la zone euro, au bord de la récession. Cette politique est à l'origine du déficit de croissance, avec un freinage apparent dès 2010 (-0,7 point), freinage qui s'est accentué en 2011 et en 2012 (respectivement -1,5 et -2,1 points) du fait de l'intensification de la rigueur et de l'existence de multiplicateurs budgétaires élevés. En effet,

la mise en place dans une période de basse conjoncture, de politiques de restriction budgétaire appliquées simultanément dans l'ensemble des pays européens et alors que les marges de manœuvre de la politique monétaire sont très faibles (taux d'intérêt réel proche de zéro), concourt à élever la valeur du multiplicateur. Il existe d'ailleurs aujourd'hui un consensus large sur le fait que les multiplicateurs budgétaires à court terme sont élevés d'autant plus que le plein emploi est encore hors d'atteinte (voir [Heyer \(2012\)](#) pour une revue de la littérature sur les multiplicateurs). 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.



Au frein budgétaire est venu s'ajouter l'effet de conditions monétaires restrictives : l'assouplissement de la politique monétaire – visible notamment dans la baisse des taux d'intérêt directs – est loin d'avoir compensé l'effet négatif sur l'économie du durcissement des conditions d'octroi de crédit ainsi que de l'élargissement du *spread* entre les investissements privés et les placements publics, sans risques.

Au total, en prenant aussi en compte l'effet de la remontée du prix du pétrole après la récession, la croissance spontanée de l'économie française aurait été de 2,6 % en moyenne au cours des trois dernières années. La réalisation de ce potentiel aurait conduit à la poursuite de la résorption des surcapacités de production et aurait finalement coupé court au scénario de retournement à la baisse de l'économie qui s'est effectivement réalisé.

---

# Programme de stabilité : la ligne manquante

par [Eric Heyer](#)

Le 17 avril dernier, le gouvernement a présenté son [Programme de stabilité à l'horizon 2017](#) pour l'économie française. Pour les deux prochaines années (2013-2014), le gouvernement s'est calé sur les prévisions de la Commission européenne en prévoyant une croissance de 0,1 % en 2013 et 1,2 % en 2014. Notre propos ici n'est pas de revenir sur ces prévisions, [qui nous semblent par ailleurs trop optimistes](#), mais de discuter de l'analyse et des perspectives explicites, mais aussi implicites, pour la France que recèle ce document pour la période 2015-2017.

D'après le document fourni à Bruxelles, le gouvernement s'engage à maintenir sa stratégie de consolidation budgétaire tout au long du quinquennat. L'effort structurel s'atténuerait au fil des années pour ne représenter plus que 0,2 point de PIB en 2017, soit neuf fois moins que l'effort imposé aux citoyens et aux entreprises en 2013. Selon cette hypothèse, le gouvernement table sur un retour de la croissance de 2 % chaque année au cours de la période 2015-2017. Le déficit public continuerait à se résorber et atteindrait 0,7 point de PIB en 2017. Cet effort permettrait même d'arriver, pour la première fois depuis plus de 30 ans, à un excédent public structurel dès 2016 et qui atteindrait 0,5 point de PIB en 2017. De son côté, la dette publique franchirait un pic en 2014 (94,3 points de PIB) mais commencerait sa décrue à partir de 2015 pour s'établir en fin de quinquennat à 88,2 points de PIB, soit un niveau inférieur à celui qui prévalait à l'arrivée des socialistes au pouvoir (tableau 1). Il est à



noter cependant que dans ce document officiel, rien n'est dit sur l'évolution prévue par le gouvernement du chômage induit par cette politique d'ici à la fin du quinquennat. Telle est la raison de notre introduction d'une ligne manquante dans le tableau 1.

**Tableau 1. Programme de stabilité 2013-2017, principaux indicateurs pour la France**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Croissance	0,0	0,1	1,2	2,0	2,0	2,0
Solde public	-4,8	-3,7	-2,9	-2,0	-1,2	-0,7
Dette	90,2	93,6	94,3	92,9	90,7	88,2
<b>Chômage</b>						
Impulsion budgétaire	-1,2	-1,8	-1,0	-0,7	-0,5	-0,2
Solde public structurel	-3,7	-2,0	-1,0	-0,2	0,2	0,5

Source : PFPF 2013.

En retenant des hypothèses similaires à celles du gouvernement sur la politique budgétaire ainsi que sur le potentiel de croissance et en partant d'un court terme identique, nous avons tenté de vérifier l'analyse fournie par le gouvernement et de la compléter en y intégrant l'évolution du chômage sous-jacente à ce programme.

Le tableau 2 résume ce travail : il indique que la croissance accélérerait progressivement au cours de la période 2015-2017 pour dépasser les 2 % en 2017. Sur la période, la croissance serait en moyenne de 1,8 %, taux proche mais légèrement inférieur au 2 % prévu dans le programme de stabilité<sup>[1]</sup>.

Fin 2017, le déficit public serait proche de la cible du gouvernement sans l'atteindre toutefois (1 point de PIB au lieu de 0,7 point de PIB). La dette publique baisserait également et reviendrait à un niveau comparable à celui de 2012.

Dans ce scénario, proche de celui du gouvernement, l'inversion de la courbe du chômage n'interviendrait pas avant 2016 et le taux de chômage s'établirait à la fin du quinquennat à 10,4 % de la population active, soit un niveau supérieur à celui qui

prévalait au moment de l'arrivée de François Hollande au pouvoir.

**Tableau 2. Vérifications du Programme de stabilité 2013-2017**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Croissance	0,0	0,1	1,2	1,6	1,8	2,1
Solde public	-4,8	-3,7	-2,9	-2,2	-1,6	-1,0
Dette	90,2	93,6	94,3	93,7	92,3	90,2
Chômage	9,8	10,9	11,2	11,2	10,9	10,4
Solde public structurel	-3,7	-2,0	-1,0	-0,2	0,2	0,5
<b>Impulsion budgétaire</b>						
... nationale	-1,2	-1,8	-1,0	-0,7	-0,5	-0,2
... des partenaires	-0,9	-0,7	-0,6	-0,4	-0,3	-0,3

Sources : PFPF 2013-2017, calculs OFCE.

Le scénario proposé par le gouvernement dans le Programme de stabilité apparaît optimiste à court terme et se trompe d'objectif à moyen terme. Sur ce dernier point, il paraît surprenant de vouloir maintenir une politique d'austérité après que l'économie soit revenue à l'équilibre structurel de ses finances publiques et alors que le taux de chômage grimpe au-dessus de son maximum historique.

Une stratégie plus équilibrée peut être envisagée : elle suppose que la zone euro adopte dès 2014 un plan d'austérité « raisonnable » visant à la fois un retour à l'équilibre structurel des finances publiques mais aussi la réduction du taux de chômage. Cette stratégie alternative consiste à revenir sur les impulsions budgétaires programmées et de les limiter, dans tous les pays de la zone euro, à 0,5 point de PIB<sup>[2]</sup>. Il s'agit-là d'un effort budgétaire qui pourrait s'inscrire dans la durée et permettre à la France, par exemple, d'annuler son déficit structurel en 2017. Par rapport aux plans actuels, il s'agit d'une marge de manœuvre plus importante qui permettrait de répartir le fardeau de l'ajustement de façon plus juste.

**Tableau 3. Perspectives 2017, plan d'austérité « raisonnable »**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Croissance	0,0	0,1	1,8	1,8	1,9	1,9
Solde public	-4,8	-3,7	-3,1	-2,5	-1,8	-1,0
Dettes	90,2	93,6	93,9	93,4	92,1	90,1
Chômage	9,8	10,9	10,7	10,4	10,1	9,8
Solde public structurel	-3,7	-2,0	-1,5	-1,0	-0,5	0,0
Impulsion budgétaire						
... nationale	-1,2	-1,8	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
... des partenaires	-0,9	-0,7	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3

Source : Calculs OFCE.

Le tableau 3 résume le résultat de la simulation de cette nouvelle stratégie. Moins d'austérité conduit à plus de croissance dans tous les pays. Mais, notre simulation tient compte aussi des effets de l'activité d'un pays sur les autres pays *via* le commerce extérieur. En 2017, dans le scénario « moins d'austérité », les finances publiques seraient dans la même situation que dans le scénario central, le supplément de croissance compensant la réduction de l'effort. En revanche, dans ce scénario, le chômage baisserait dès 2014 et se situerait en 2017 à un niveau comparable à celui de 2012.

---

[1] La différence de croissance peut provenir soit de la non prise en compte de l'impact *via* le commerce extérieur des plans d'austérité menés dans les autres pays partenaires, soit d'un multiplicateur budgétaire plus faible dans le Programme de Stabilité que dans notre simulation où il se situe aux alentours de 1. En effet, nous considérons que la mise en place dans une période de basse conjoncture, de politiques de restriction budgétaire appliquées simultanément dans l'ensemble des pays européens et alors que les marges de manœuvre de la politique monétaire sont très faibles (taux d'intérêt réel proche de zéro), concourt à élever la valeur du multiplicateur. Il existe d'ailleurs aujourd'hui [un consensus large sur le fait que les multiplicateurs budgétaires à court terme sont élevés](#) d'autant plus que le plein emploi est encore

hors d'atteinte (voir [Heyer \(2012\)](#) pour une revue de la littérature sur les multiplicateurs).

[2] Cette stratégie a déjà été simulée dans des travaux antérieurs de l'OFCE comme celui de [Heyer et Timbeau en mai 2012](#), de [Heyer, Plane et Timbeau en juillet 2012](#) ou [le rapport iAGS en novembre 2012](#).

---

# Le commencement de la déflation

par [Xavier Timbeau](#)

[Ce texte résume les prévisions de l'OFCE d'avril 2013](#)

La crise économique et financière mondiale, amorcée à la fin de l'année 2008, entre maintenant dans sa cinquième année. Et 2012 aura été pour l'Union Européenne une nouvelle année de récession, ce qui montre à quel point la perspective d'une sortie de crise, maintes fois annoncée, aura été démentie par les enchaînements économiques. [Nos prévisions pour les années 2013 et 2014](#) peuvent se résumer assez sinistrement : les pays développés vont rester englués dans le cercle vicieux d'une hausse du chômage, d'une récession qui se prolonge et de doutes croissants quant à la soutenabilité des finances publiques.

De 2010 à 2012, les efforts budgétaires réalisés et annoncés ont été sans précédent pour les pays de la zone euro (-4,6% du PIB), le Royaume-Uni (-6% du PIB) ou les Etats-Unis (-4,7% du PIB). L'ajustement budgétaire longtemps reporté aux Etats-Unis, mais précipité par l'absence de consensus politique entre les démocrates et les républicains va se reproduire en

2013 et 2014. En 2014, l'austérité en zone euro s'atténuerait, quoiqu'elle se poursuivrait très intensément dans les pays encore en déficit, qui sont également ceux dans lesquels les multiplicateurs budgétaires sont les plus élevés.

Dans un contexte de multiplicateurs élevés, l'effort budgétaire a un coût en termes d'activité. Cette expression, [reprise de Marco Buti](#), économiste en chef de la Commission européenne, sonne à la fois comme un aveu et comme un euphémisme. Un aveu parce que la prise de conscience de la valeur élevée des multiplicateurs budgétaires a été tardive et a été trop longtemps négligée ; [Olivier Blanchard et David Leigh](#) rappellent que cette méprise se traduit dans les erreurs systématiques de prévision et que ces erreurs ont été d'autant plus grandes que la situation des pays était dégradée et que les efforts de réduction des déficits étaient importants.

Mais cette méprise a également conduit à ce que les espoirs de réduction des déficits publics soient déçus. L'impact plus fort que « prévu » des plans d'austérité sur l'activité implique des recettes fiscales moins importantes, donc une réduction moins grande du déficit public. Mais, en voulant coûte que coûte respecter des objectifs nominaux de déficits, les Etats n'ont fait qu'accentuer l'effort budgétaire.

L'aveu pourrait laisser penser que l'erreur était inévitable et que la leçon en a été tirée. Il n'en est rien. D'une part, depuis 2009, de [nombreuses voix](#) se sont élevées pour prévenir que les multiplicateurs pouvaient être plus élevés qu'en « temps normal », que la possibilité d'une consolidation expansive telle que décrite et documentée par Alberto Alesina était un leurre fondé sur une mauvaise interprétation des données, et que le risque de négliger l'impact de la consolidation sur l'activité était réel.

En octobre 2010, le FMI, sous l'impulsion déjà d'Olivier Blanchard, décrivait les risques à poursuivre une consolidation trop brutale. Ainsi, la prise de conscience

générale du début de l'année 2013 semble céder à l'accumulation d'éléments empiriques tellement importants que la thèse opposée est indéfendable. Mais le dommage a été fait.

La leçon n'en a pas été tirée non plus. Selon la Commission européenne, les multiplicateurs *étaient* élevés[1]. L'utilisation du temps passé révèle la nouvelle position de la Commission européenne : si les multiplicateurs *étaient* élevés, ils sont désormais revenus à leur valeur d'avant la crise. Cela signifie que selon la Commission européenne, la zone euro est à nouveau dans une situation de « conjoncture normale ». L'argument est ici théorique et non empirique. En temps normal, les agents économiques seraient « ricardiens », au sens que Robert Barro a donné à ce terme. Ils pourraient donc lisser leurs choix de consommation ou d'investissement et ne seraient pas contraints par leur revenu à court terme. Les multiplicateurs seraient donc bas, voire nuls. La consolidation budgétaire (qui est le nom donné à ces efforts budgétaires sans précédent conduits depuis 2010 en zone euro) pourrait donc continuer, cette fois-ci sans les désagréments observés précédemment. Cet argument est sans aucun doute pertinent en théorie mais son utilisation en pratique, aujourd'hui, laisse songeur. C'est en effet bien vite oublier que nous sommes dans une situation de chômage élevé, que le chômage de longue durée s'accroît, que les bilans d'entreprises sont encore dévastés par la chute d'activité amorcée en 2008, jamais récupérée, sauf en Allemagne, que les banques elles-mêmes peinent à afficher une situation conforme aux règles comptables et que la directrice générale du FMI, Madame Christine Lagarde, exhorte à la fermeture de quelques-unes d'entre elles. C'est donc oublier que ce fameux crédit supposé lisser la consommation ou l'investissement s'effondre, *credit crunch* rampant mais puissant. C'est oublier que dans cette époque où l'injonction de préférer le secteur privé au secteur public se fait plus forte que jamais, la panique sur les marchés financiers conduit les détenteurs d'épargne et les décideurs des placements à choisir la dette souveraine d'Etats

et à accepter une rémunération inférieure à 2 % à 10 ans. Et ce malgré les dégradations par les agences de notation, parce que ces Etats sont perçus (et « *pricés* » pour suivre le dialecte des salles de marché) comme présentant le risque le plus faible. Paradoxe d'une époque où l'on se soumet volontairement à la taxation en acceptant un taux réel négatif sur ses placements et en payant chèrement une assurance contre le défaut.

Si donc l'aveu paraît tardif et sans grande conséquence sur le dogme pour sortir de la crise, il procède également par euphémisme. Car que sont ces coûts auxquels Marco Buti fait référence ? Le prix à payer pour une situation budgétaire inextricable ? Un mauvais moment à passer avant d'en revenir à un futur assaini ? C'est bien en ne voulant pas se lancer dans l'analyse détaillée de ce que l'on risque à poursuivre cette stratégie économique, dont on a finalement reconnu qu'elle avait été mal calibrée, que l'on passe à côté du plus important. En poursuivant un objectif à court terme de consolidation, alors que les multiplicateurs budgétaires sont élevés, on maintient ou renforce les conditions qui font que les multiplicateurs budgétaires sont élevés. On prolonge ainsi la période de chômage et de sous-emploi des capacités. On empêche le désendettement privé, point de départ de la crise et on induit la continuation de la crise.

L'effort budgétaire est donc décevant à court terme, puisque la conséquence d'un multiplicateur élevé est que le déficit public se réduit moins qu'espéré, voire ne se réduit pas. La dette publique quant à elle augmente, l'effet du dénominateur l'emportant sur le ralentissement de la hausse du numérateur (voir le [rapport iAGS](#) pour une discussion et une formalisation simple). Les exemples sont nombreux, le plus récent en date étant la France, le plus spectaculaire l'Espagne. Mais, la déception n'est pas qu'à court terme. La persistance d'une croissance nulle, de la récession, modifie les anticipations de croissance future : ce qui était analysé il y a quelques

trimestres comme un déficit public conjoncturel est considéré aujourd'hui comme structurel. Mais la déception modifie aussi le potentiel futur. Les effets d'hystérèse sur le marché du travail, de moindre R&D, de retard pris dans les infrastructures, voire, comme on l'observe maintenant dans les pays d'Europe du Sud, les coupes dans l'éducation, dans la lutte contre la pauvreté ou dans l'insertion des populations immigrées obscurcissent les perspectives de long terme.

En 2013 puis en 2014, l'ensemble des pays développés continuera l'effort de consolidation budgétaire. Pour certains pays, ce sera la répétition et donc l'accumulation d'un effort sans précédent pendant 5 années consécutives. L'Espagne s'engagerait ainsi dans un effort budgétaire cumulé de plus de 8 points de PIB ! À quelques exceptions près le chômage continuera d'augmenter dans les pays développés, jusqu'à produire une situation de chômage involontaire dépassant la capacité des systèmes nationaux d'assurance chômage à remplacer les revenus salariaux perdus, d'autant qu'ils sont sous la pression des coupes budgétaires. Dans ce contexte, la déflation salariale commence par les pays les plus touchés. Mais, puisque la zone euro est un espace de changes fixes, cette déflation salariale ne pourra que se transmettre aux autres pays. Il y aura là un nouveau levier par lequel la crise se prolongera. Lorsque les salaires décroissent, l'accès au système financier pour lisser les choix des agents économiques devient impossible. Les dettes que l'on cherche à réduire depuis le début de la crise vont s'apprécier en termes réels. La déflation par la dette deviendra le nouveau vecteur du piège de la crise.

Il existe, face à cette situation, un argument particulièrement spécieux pour en justifier le déroulement. Il est qu'il n'y avait pas d'alternative. Que l'histoire avait été écrite avant 2008 et que les erreurs de politique économique commises avant la crise rendaient celle-ci inévitable. Que surtout, tout autre choix, comme reporter la



consolidation des finances publiques à une conjoncture où les multiplicateurs budgétaires sont plus bas n'était tout simplement pas possible. La pression des marchés, la nécessité de restaurer la crédibilité perdue avant 2008, obligeait à une action prompte. Que si cette action n'avait pas été menée telle qu'elle a été menée, alors, le pire se serait produit. Eclatement de l'euro, défaut sur les dettes publiques ou privées auraient plongé la zone euro dans une dépression comparable à celle des années 1930, voire pire. Ainsi, l'effort considérable qui a été accompli a permis d'éviter un désastre et le résultat de cet effort est, somme toute, très encourageant.

Mais cet argument oublie les risques qui sont pris aujourd'hui. La déflation, la prolongation du chômage de masse, la désagrégation des Etats sociaux, le discrédit de leurs politiques, la diminution du consentement à l'impôt portent en eux des menaces sourdes dont nous ne faisons qu'entrevoir les conséquences. Et surtout, il écarte l'alternative qui aurait été pour la zone euro d'exercer sa souveraineté et d'afficher sa solidarité. Il repose sur l'idée que la discipline budgétaire des Etats doit se régler par l'accès au marché. Il occulte que la dette publique et la monnaie sont indissociables. Cette alternative existe ; elle passe par une mutualisation des dettes publiques en zone euro ; elle demande un saut vers un transfert de souveraineté ; elle demande de compléter le projet européen.

---

[\[1\]](#) « With fiscal multipliers higher than in normal times, the consolidation efforts have been costly in terms of output and employment. » Marco Buti et Karl Pichelmann, ECFIN *Economic Brief Issue 19*, février 2013, *European prosperity reloaded: an optimistic glance at EMU@20*.

---

# La crise va se poursuivre ...

Rapport de l'IMK-OFCE-WIFO, mars 2013 (Contact à l'OFCE : [Catherine Mathieu](#))

*Version courte du Communiqué de Presse diffusé par l'IMK, mars 2013. Le texte original est consultable sur : [http://www.boeckler.de/pdf/p\\_imk\\_report\\_80\\_2013.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/p_imk_report_80_2013.pdf) ; la version anglaise sera prochainement en ligne.*

L'économie allemande n'a connu qu'une faible croissance en 2012. Le PIB a augmenté de 0,7 % en moyenne annuelle, soit de 0,4 % seulement en glissement. Les perspectives de cette prévision sont modérément optimistes. L'économie mondiale ne croîtra que faiblement à court terme, mais la croissance repartirait en cours d'année, ce qui sera favorable aux exportations allemandes. Sous l'hypothèse d'une stabilisation de la situation dans la zone euro, les incertitudes devraient progressivement se lever et permettre un redémarrage de l'investissement. Les Instituts prévoient une croissance de 0,9 % en Allemagne en 2013, qui masque une dynamique sous-jacente plus vigoureuse : en glissement, la croissance serait de 1,9 %. En 2014, le PIB allemand augmenterait de 1,5%. Le taux de chômage resterait à peu près stable au cours des deux années à venir, à 5,1 % et 5,0 % selon la définition du BIT, soit respectivement 6,8 % et 6,7 % selon la définition nationale. Le PIB de la zone euro baisserait de 0,3 % cette année et augmenterait de 0,5 % l'an prochain. Le taux de chômage resterait supérieur à 12 %.

Le rapport présente des simulations à moyen terme qui suggèrent que l'économie allemande restera contrainte par

l'impact de la crise de la zone euro. Ceci passe par deux canaux principaux : les exportations allemandes vers la zone euro continueront d'être freinées par les politiques d'austérité conduites en Europe, et la politique budgétaire allemande elle-même sera restrictive, ce qui pèsera sur la croissance des revenus et la demande intérieure. La croissance serait en moyenne de 1,3 % par an d'ici 2017. Des scénarios alternatifs montrent que si des politiques expansionnistes étaient menées, comportant en particulier un programme européen d'investissement, la croissance serait nettement plus forte dans la zone euro que dans le scénario de référence.

La politique économique européenne doit viser à faire sortir les pays en crise de la récession et les autres économies européennes de la stagnation, à faire redémarrer la croissance en Europe pour accroître l'utilisation des capacités de production et réduire le chômage, à réduire les déséquilibres courants, à stabiliser le système financier ; le désendettement doit se poursuivre et les politiques budgétaires doivent être soutenables. La stratégie actuelle de politique économique consistant essentiellement à mener des politiques d'austérité budgétaire, alors que les effets de la politique monétaire sont affaiblis par des primes de risques de plusieurs pays de la zone euro, ne permettra pas d'améliorer la situation dans ces domaines.

Pour que la zone euro sorte de la crise, il est indispensable que la politique monétaire redevienne plus efficace en rétablissant la confiance dans les titres publics des pays en crise. Ceci doit s'accompagner d'un changement des politiques budgétaires, qui ne doivent plus freiner la demande.

Le rapport propose une offensive en matière d'investissement en Europe. Les pays en crise devraient recevoir un financement extérieur égal à 1 % du PIB pendant 5 ans. Ceci devrait être utilisé pour financer l'investissement public et privé. Les pays de la zone euro ayant des excédents courants, en particulier l'Allemagne devraient mettre en place des mesures

de politique budgétaire expansionniste représentant au moins 1 point de PIB, de telle sorte qu'ils jouent le rôle de locomotive pour faire repartir la croissance européenne.

---

# 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.