

# Les règles budgétaires en Europe, à débattre

[Pierre Aldama](#) et [Jérôme Creel](#)

Au sommet de la zone euro de décembre 2018, les chefs d'Etat et de gouvernement ont donné un sérieux coup de frein aux réformes de la gouvernance budgétaire : parmi les objectifs assignés au budget commun de la zone euro qu'ils appelaient de leurs vœux, la fonction de stabilisation économique a disparu. C'est dommage dans la mesure où cette fonction est le point faible des règles budgétaires effectivement poursuivies par les Etats membres.

Dans un [article récent](#), nous avons évalué comment les gouvernements répondent, par les outils budgétaires à leur disposition, aux informations sur l'évolution de la dette publique ou de la conjoncture dont ils disposent au moment de prendre leurs décisions budgétaires. Ainsi, au lieu d'évaluer les propriétés des règles budgétaires sur des données éventuellement révisées *a posteriori*, nous les évaluons « en temps réel ». [\[1\]](#)

Trois résultats principaux ressortent de notre étude. D'une part, les gouvernements européens assurent la soutenabilité de leurs dettes publiques, en améliorant leur solde budgétaire lorsque la dette publique augmente. D'autre part, nous trouvons une tendance à la consolidation budgétaire en bas de cycle dans la zone euro : la politique budgétaire y est plutôt déstabilisatrice. Enfin, les Etats membres de la zone euro adoptent un comportement que l'on ne retrouve pas dans les pays non-européens de notre échantillon : contrairement à eux en effet, les Etats membres de la zone euro continuent de stabiliser leurs dettes publiques en bas de cycle et pendant les années de crise. Ainsi la politique budgétaire des pays de la zone euro apparaît-elle assez nettement à contretemps et à

contre-emploi.

L'ensemble des résultats obtenus pour la zone euro plaide pour une réforme des règles budgétaires européennes, mais pas forcément dans le sens le plus généralement admis. La question de la stabilisation de la dette publique ne semble pas primordiale dans la mesure où elle est d'ores et déjà assurée par les politiques budgétaires mises en œuvre. Il conviendrait plutôt de rééquilibrer les objectifs de ces politiques budgétaires en faveur de la stabilisation macroéconomique, surtout si aucun mécanisme commun – un budget de la zone euro – n'est créé à cet effet. Les politiques budgétaires européennes ont grand besoin d'être plus souples, moins normatives, et centrées sur les propriétés de stabilisation macroéconomique. Puisqu'aucune avancée n'est envisagée au plan européen, il faudrait renforcer les stabilisateurs automatiques nationaux, en augmentant la progressivité fiscale et la réactivité des dépenses sociales aux variations de l'activité économique pour faire face, individuellement et collectivement, au prochain retournement conjoncturel.

[1] Un, sinon le premier article consacré à l'évaluation des règles budgétaires à partir de données « en temps réel » est Golinelli et Momigliano ([Journal of Policy Modeling, 2006](#)). On trouvera une synthèse de cette littérature dans Cimadomo ([Journal of Economic Surveys, 2016](#)).

---

## L'euro-isation de l'Europe

par Guillaume Sacriste, Paris 1-Sorbonne et Antoine Vauchez, CNRS et Paris 1-Sorbonne

Dans le dernier article de [La Revue de l'OFCE \(n° 165, 2019\)](#) [accessible ici](#), les auteurs analysent l'émergence d'un nouveau

gouvernement européen, celui de l'euro, construit pour une large part à la marge du cadre institutionnel de l'Union. Ce faisant, il rend compte d'un processus de transformation de l'Europe (Union européenne et États membres), qu'on qualifie ici « d'€-isation de l'Europe », autour de trois dimensions : 1) la formation en son cœur d'un puissant pôle des Trésors, des banques centrales et des bureaucraties financières nationales et européennes ; 2) la consolidation d'un système de surveillance européen des politiques économiques des États membres ; 3) la progressive re-hiérarchisation des priorités politiques et des politiques publiques de l'Union européenne comme des États membres autour d'une priorité donnée à la stabilité financière, à l'équilibre budgétaire et aux réformes structurelles. L'article permet ainsi de redéfinir la nature des « contraintes » que la gestion de la monnaie unique fait peser sur les économies des États membres, des contraintes moins juridiques que socio-politiques, moins extérieures et surplombantes qu'immanentes et diffuses, et au final étroitement liées à la position clé désormais occupée par le réseau transnational de bureaucraties financières dans la définition des problèmes et des politiques européennes.

---

# L'euro a vingt ans et il s'agirait de grandir

Par [Jérôme Creel](#) et [Francesco Saraceno](#) [1]

Du haut de ses vingt ans, l'euro aura connu une adolescence difficile. Les divergences croissantes, les politiques d'austérité et leur coût réel, le refus d'accompagner l'austérité dans les pays de la périphérie par des politiques expansionnistes au centre, qui en auraient minimisé l'impact

négatif, tout en soutenant l'activité dans la zone euro dans son ensemble et enfin, la reconnaissance tardive du besoin d'intervention, avec une politique monétaire d'assouplissement quantitatif qui a commencé en Europe très en retard par rapport aux autres grands pays, et une relance budgétaire, le plan Juncker, elle aussi tardive et insuffisante, n'ont pas contribué au [succès de l'euro](#).

Et les problèmes rencontrés par la zone euro vont au-delà de la gestion de la crise. La zone euro croît à des rythmes inférieurs à ceux des États-Unis depuis 1992 au moins, soit l'année d'adoption du Traité de Maastricht. Ceci s'explique notamment par l'inertie de la politique économique qui a ses racines dans les institutions de l'euro : un mandat très limité et restrictif pour la banque centrale européenne, et des règles budgétaires dans le Pacte de stabilité et de croissance, puis dans le traité budgétaire de 2012, qui ne laissent pas d'espace suffisant aux politiques de relance. En fait, les institutions européennes et les politiques menées avant et pendant la crise sont imprégnées du consensus qui a émergé à la fin des années 1980 en macroéconomie qui, sous l'hypothèse de marchés efficients, prônait une politique économique « par les règles » dont le rôle serait forcément limité. La gestion de la crise, avec ses plans de relance budgétaire et l'activisme accru des banques centrales, a posé un [véritable défi au consensus](#), au point que les économistes qui s'en réclamaient s'interrogent aujourd'hui sur la direction que devrait prendre la discipline. Malheureusement, ce questionnement n'a que marginalement et tardivement impliqué les décideurs européens.

Au contraire, nous avons continué d'entendre un discours qui se voulait rassurant : s'il est vrai qu'à la suite de la combinaison de politiques d'austérité et de réformes structurelles, certains pays, comme la Grèce et l'Italie, n'ont même pas retrouvé le niveau de PIB d'avant 2008, cette potion amère était nécessaire pour qu'ils sortent plus

compétitifs de la crise. Ce discours n'est pas convaincant. La [littérature récente](#) montre que les récessions profondes ont des effets négatifs sur le revenu potentiel, et conclut que l'austérité en période de crise peut avoir des effets négatifs à long terme. Un coup d'œil à l'index de compétitivité du World Economic Forum, si imparfait soit-il, permet d'observer qu'aucun des pays qui ont mis en œuvre réformes et austérité pendant la crise n'a vu son classement s'améliorer. L'austérité conditionnelle imposée aux pays de la périphérie aura été doublement nocive, à court et à long terme.

En somme, le regard porté sur les politiques menées dans la zone euro donne un jugement sans appel sur l'euro et sur l'intégration européenne. Le moment est-il venu de donner raison aux *Exiters* et aux populistes ? Faut-il se préparer à gérer la désintégration européenne pour en minimiser les dégâts ?

Nous ne le croyons pas pour plusieurs raisons. *Premièrement*, nous ne disposons pas d'analyse contrefactuelle. S'il est vrai que les politiques menées pendant la crise ont été calamiteuses, sommes-nous pour autant certains que la Grèce ou l'Italie auraient fait mieux en dehors de la zone euro ? Et pouvons-nous affirmer sans hésiter que ces pays n'auraient pas mené des politiques libérales ? Sommes-nous sûrs, en somme, que les dirigeants européens auraient tous adopté des politiques économiques pragmatiques, si l'euro n'avait pas existé ? *Deuxièmement*, comme le montre le résultat de deux ans de négociations pour le *Brexit*, le processus de désintégration est tout sauf une promenade de santé. La sortie éventuelle d'un pays de la zone euro ne serait pas juste un *Brexit*, avec des incertitudes sur les relations commerciales, financières et fiscales entre une zone de 27 pays et un pays en situation de sécession, mais bien un choc majeur sur *tous* les pays de l'Union européenne. Il est en effet difficile d'imaginer la sortie d'un ou deux pays de la zone euro sans un éclatement complet de la zone ; on assisterait alors à une guerre

commerciale intra-européenne et à une course à la dévaluation compétitive qui laisserait tous les pays perdants au bénéfice du reste du monde. Les coûts d'une telle désorganisation économique et la multiplication des politiques non coordonnées seraient en outre un frein au développement d'une [politique européenne soutenable au plan social et écologique](#), l'Union européenne étant le seul échelon pertinent pour assurer une politique crédible et ambitieuse dans ce domaine.

Dire qu'abandonner l'euro serait compliqué et/ou coûteux n'est pourtant pas un argument bien solide en sa faveur. Il existe un argument plus solide, celui-là, qui repose sur le refus de l'équation « euro = politiques néolibérales ». Certes, les politiques menées jusqu'ici s'inscrivent toutes dans un cadre doctrinal libéral. Certes, les institutions pour la gouvernance économique de l'Union européenne sont conçues en cohérence avec ce cadre doctrinal. Mais le passé ne contraint pas le présent, ni le futur. Et même dans le cadre institutionnel actuel, des politiques différentes sont possibles, comme le montre l'activisme (tardif) de la BCE, ou l'exploitation de la flexibilité du Pacte de stabilité et de croissance. De plus, les institutions ne sont pas immuables. En 2012, six mois ont suffi pour introduire un nouveau traité budgétaire. Il allait dans la mauvaise direction, mais son approbation est la preuve que la réforme est possible. Nous avons travaillé, et nous ne sommes pas les seuls, à deux pistes de réforme possibles, un [double mandat](#) pour la BCE, et une [règle d'or des finances publiques](#). Mais on peut en citer d'autres, comme une [assurance chômage européenne](#), un [budget européen](#) pour gérer le cycle, une modification des règles budgétaires européennes. Sur ce dernier point, les propositions se multiplient, comme celle d'une règle de dépenses par [quatorze économistes franco-allemands](#), ou celle d'une [substitution de la règle de 3% par un mécanisme de coordination](#) entre les Etats membres de la zone euro. Les propositions raisonnables ne manquent donc pas. Ce qui manque, c'est la volonté politique de les mettre en œuvre, ainsi qu'en

témoigne la lenteur et le manque d'ambition (notamment au sujet du budget de la zone euro) des décisions prises lors du [sommet de la zone euro du 14 décembre 2018](#).

Les différentes réformes que nous venons d'évoquer, et il en existe d'autres, indiquent qu'un changement de cap est possible. S'il est vrai que quelques décideurs en Europe ont fait preuve d'une obstination à la limite de la mauvaise foi, nous restons convaincus que ni l'intégration européenne ni l'euro ne sont inévitablement liés aux politiques menées jusqu'ici.

[1] Ce *post* est une version actualisée et remaniée de l'article "Le maintien de l'euro n'est pas synonyme de politiques néolibérales" paru dans *Le Monde* le 8 avril 2017.

---

# Politique économique et économie politique dans l'UE après la crise

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

« Politique économique et économie politique dans l'UE après la crise ». Tel était le thème du 15<sup>e</sup> Colloque EUROFRAME sur les questions de politique économique dans l'Union européenne, qui s'est tenu le 8 juin 2018 à Milan. [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). Depuis 2004, EUROFRAME organise chaque année un colloque sur un sujet important pour

les économies européennes. Cette année, 25 contributions de chercheurs ont été présentées, dont la plupart sont disponibles sur la [page web](#) du colloque. Cette note fournit un résumé des travaux présentés et discutés lors du colloque.

Comme l'ont souligné Catherine Mathieu (OFCE) et Stefania Tomasini, (PROMETEIA) en introduction, le 15<sup>e</sup> colloque EUROFRAME est centré sur deux défis auxquels la politique économique européenne est confrontée, un peu plus de 10 ans après le déclenchement de la crise financière 2007 : la normalisation de la politique monétaire et l'économie politique de la politique budgétaire. Les banques centrales envisagent de sortir des politiques non conventionnelles. Cela implique-t-il le retour à des taux d'intérêt réels proches du taux de croissance ? Quel en sera l'impact sur les marchés financiers, les entreprises, les ménages ? Les banques centrales pourront-elles dégonfler leurs bilans ? Dans ce contexte, comment se pose la question de la soutenabilité de la dette publique ? Comment définir un *policy mix* optimal dans les années à venir : faut-il choisir entre domination monétaire et domination budgétaire ? Après la grande récession, les différents groupes sociaux et les partis politiques tentent de repenser les systèmes nationaux de finances publiques, tant du point de vue de la composition des dépenses et des recettes, que du solde public et de la dette publique. De grandes réformes sont-elles envisageables ?

## **Les règles budgétaires**

La question des règles budgétaires reste au centre des débats. Katja Riezler (IMK, Düsseldorf) et Achim Truger (Berlin School of Economics and Law et IMK), dans ["Is the debt brake behind Germany's successful fiscal consolidation?"](#), analysent l'impact du «frein à la dette » allemand qui a servi de modèle au Traité budgétaire européen. Selon ces auteurs, l'amélioration du solde public allemand depuis 2010 ne s'explique pas par ce frein, mais plutôt par la fin des

mesures de stimulation budgétaire, la baisse progressive des transferts aux Länder de l'Est, un environnement macroéconomique favorable et le bas niveau des taux d'intérêt.

Christoph Paetz (Université de Duisburg-Essen et IMK, Düsseldorf), dans : ["Have fiscal rules made discretionary policy more countercyclical? Evidence from fiscal reactions functions for the euro area"](#), estime des fonctions de réaction des politiques budgétaires. L'auteur montre que celles-ci ont été faiblement pro-cycliques, ne pratiquant guère de politiques restrictives en sommet de cycle et ayant tendance à se livrer à des restrictions des dépenses publiques en bas de cycle. L'effet des règles budgétaires semble limité : elles inciteraient à réduire les déficits en haut de cycle, mais aussi en bas de cycle. Les règles portant sur les dépenses semblent permettre une meilleure stabilisation que celles portant sur le solde public ou sur la dette.

Heikki Oksanen (Université d'Helsinki), dans ["New output gap estimates for assessing fiscal policy with lessons for euro area reform"](#), propose une méthode simple pour estimer l'écart de production : introduire des hypothèses explicites sur la croissance future et lisser le PIB par un filtre HP. Selon l'auteur, cette méthode donnerait des résultats aussi satisfaisants que les méthodes plus élaborées des organismes internationaux (CE, FMI et OCDE). L'auteur reconnaît toutefois que l'estimation de l'écart de production reste soumise à des révisions, qui se répercutent sur l'évaluation de l'effort budgétaire. En étudiant les années 2011-14, il montre qu'une sous-évaluation de la croissance potentielle peut être auto-réalisatrice, induisant une politique budgétaire trop restrictive et donc une baisse de la croissance effective. Il plaide cependant pour des transferts entre pays basés sur les différences d'écart de production. Il estime que les politiques budgétaires pourraient être plus réactives et plus contra-cycliques si la soutenabilité à long terme des finances publiques était assurée, ce qui nécessiterait des réformes des

systemes publics de retraite et de santé.

Leonardo Augusto Tariffi (Université des Andes, Vénézuéla et Université autonome de Barcelone), dans *"A threshold multivariate model to explain fiscal multipliers with government debt"*, analyse l'impact des dépenses publiques en Italie, Belgique et Royaume-Uni selon le ratio de dette publique/PIB. Au-delà d'un certain niveau de dette publique, le multiplicateur deviendrait négatif.

Tero Kuusi (ETLA, Helsinki), dans ["Finding the bottom line: A quantitative model of the EU's fiscal rules and their compliance"](#), décrit l'ensemble compliqué des contraintes auxquelles est soumise la politique budgétaire d'un pays membre (objectif de moyen terme de déficit structurel inférieur à 0,5% du PIB, règles des 3%, des 60%, des 0,5%, des 1/20<sup>ème</sup>). L'auteur construit un modèle dynamique pour déterminer la trajectoire optimale qui vérifie l'ensemble de ces contraintes en minimisant les ajustements budgétaires nécessaires. Il apparaît nécessaire de prendre en compte l'impact de la politique budgétaire sur l'activité et l'incertitude sur l'environnement économique.

Grzegorz Poniatoski (CASE et Warsaw School of Economics), dans ["Enhancing credibility and commitment to fiscal rules"](#) analyse économétriquement les déterminants du solde budgétaire structurel (selon l'évaluation de la Commission). Il montre que les pays ont tendance à pratiquer des politiques plus restrictives quand des règles budgétaires sont en place ; de ce point de vue, la réforme de 2005 du Pacte de stabilité et de croissance a été contre-productive, contrairement au Traité budgétaire de 2011. L'auteur suggère de traiter la question des relations entre la Commission et les États membres selon un modèle principal-agent ; la Commission devrait mettre en place des incitations fortes, mais différenciées selon les pays, pour que ceux-ci pratiquent des politiques budgétaires de consolidation.

## **Les déséquilibres internes de la zone euro**

Jamel Saadaoui (Université de Strasbourg), dans ["Internal devaluations and equilibrium exchange rates: New evidences and perspectives for the EMU"](#), évalue les déséquilibres de taux de change réels de 2004 à 2016. En corrigeant les soldes courants pour tenir compte des situations conjoncturelles, il apparaît qu'en 2016, la Chine et les États-Unis ne présentent plus de forts déséquilibres de taux de change ; par contre, l'euro est globalement sous-évalué et la livre sterling est fortement surévaluée. La sous-évaluation de l'euro provient de la sous-évaluation de l'Allemagne, mais aussi maintenant de l'Espagne, de l'Irlande et du Portugal, tandis que la France et l'Italie sont proches du taux de change réel d'équilibre.

Serena Fatica et Wildmer Daniel Gregori (tous deux, Commission européenne – Centre commun de recherche, Italie), dans *"Profit shifting by EU banks: Evidence from country-by-country reporting"*, évaluent économétriquement les transferts de profits effectués par les banques multinationales européennes par l'intermédiaire de leurs filiales de façon à être taxées à de faibles taux dans des paradis fiscaux. Les profits exportés sont particulièrement importants pour la France ; en sens inverse, les profits importés sont importants pour Hong Kong et l'Irlande.

Angela Cheptea (INRA, Rennes) et Iuliana Matei (IESEG et Université Paris 1), dans ["Does political instability matter for sovereign yield spreads in the euro area market?"](#), analysent les déterminants des écarts de taux d'intérêt de 2002 à 2017 entre l'Allemagne et les autres pays européens. Ces écarts s'expliquent par des différences de taux de croissance, de taux d'inflation, de dettes publiques, de solde public et extérieur, mais aussi de risques politiques.

## **La gouvernance de la zone euro**

Riccardo Rovelli (Université de Bologne), dans ["Completing](#)

[EMU: A feasible and shared goal ? Economics and political economy of the next EU reforms](#)", pointe deux sources de déséquilibres dans l'UEM : les différentiels d'inflation et de soldes courants. Il en voit l'origine dans les différences de fonctionnement des marchés du travail, en particulier des négociations salariales, sans toutefois estimer que plus de flexibilité des salaires et moins de coordination des négociations salariales suffiraient à résoudre le problème. L'auteur soutient la mise en place de réformes visant à la convergence macroéconomique et salariale, en proposant que ces réformes conditionnent la participation à un système européen d'assurance chômage.

L'article de Sebastian Blesse (ZEW Mannheim), Pierre Boyer (CREST, École Polytechnique), Friedrich Heinemann (ZEW Mannheim), Eckhard Janeba (Université de Mannheim) et Anasuya Raj (CREST, École Polytechnique), ["European Monetary Union reform preferences of French and German parliamentarians"](#), analyse un sondage effectué auprès de parlementaires allemands et français sur des questions de politique économique européenne. Pour certaines questions, les différences de réponses s'expliquent par les appartenances partisans : c'est le cas pour la flexibilité du marché du travail (prônée par la droite) et la relance de l'investissement (prônée par la gauche). Pour d'autres questions, la nationalité est aussi un facteur discriminant : c'est le cas pour les achats de titres par la BCE, pour les Euro-obligations, pour l'harmonisation fiscale et pour l'assurance chômage européenne (prônés par les parlementaires de gauche et français) et surtout pour le Traité budgétaire (approuvé les parlementaires de droite et tout particulièrement par les allemands).

L'article de Catherine Mathieu et Henri Sterdyniak (tous deux, OFCE, Paris), ["Euro area macroeconomics, where do we stand ?"](#), présente les projets récents de réforme de la zone euro émanant des institutions européennes et des États membres. L'article présente et discute les différents points de vue des

économistes, ceux qui font confiance aux marchés financiers pour contrôler les politiques économiques nationales, ceux qui veulent renforcer les règles budgétaires, ceux qui veulent les améliorer, ceux qui veulent organiser des transferts, plus ou moins automatiques, entre les pays membres, ceux qui veulent instaurer un budget et un ministre des Finances de la zone euro, ceux qui veulent aller vers une Europe fédérale démocratisée, ceux qui proposent des mesures originales pour réduire les dettes publiques, ceux enfin qui préconisent une meilleure coordination de politiques budgétaires autonomes dans une optique keynésienne.

Raphaël Lee et Jocelyn Boussard (INSEE-CREST, Paris), dans ["How different are supply shocks under the zero lower bound and normal times? Empirical investigation of the New-Keynesian model and paradoxes"](#), discutent de l'impact de chocs d'offre positifs dans une situation où les taux d'intérêt sont rigides à la baisse. Les auteurs développent d'abord un modèle théorique dit néo-keynésien dans lequel ces chocs ont effectivement un impact négatif sur l'activité dans cette situation, puisqu'ils induisent une baisse du taux d'inflation, donc une hausse du taux d'intérêt réel. Par contre, ils ne réussissent pas à mettre en évidence un tel effet empiriquement (mais les chocs d'offre sont difficiles à mettre en évidence).

Bas van Aarle (KU, Leuven), Jacob Engwerda (Tilburg University) et Arie Weeren (Mathworks BV, Eindhoven), dans ["Effects of debt mutualization in a monetary union with endogenous risk premia: Can eurobonds contribute to debt stabilization ?"](#), comparent le régime où les dettes publiques nationales ne sont pas collectivement garanties et les marchés financiers leur imposent des primes de risque spécifiques et un régime d'euro-obligations où les dettes publiques sont collectivement garanties et où la prime de risque est uniforme. Compte tenu de l'hypothèse de non-linéarité entre la prime de risque et le niveau des dettes publiques,

l'introduction d'euro-obligations produit des gains nets pour les pays membres. Toutefois, restent à analyser les questions d'aléa moral et de discipline budgétaire.

Harmen Lehment (IfW Kiel), [dans "Fiscal implications of the ECB's Public Sector Purchase Programme"](#) analyse les conséquences budgétaires en terme de gains de seignuriage du Programme d'Achat de Titres Publics de la BCE. L'auteur montre que, du fait de ce programme, les États se financent par les réserves excédentaires des banques, donc à un taux de court terme sans risque, au lieu de se financer par titres, donc à un taux de long terme incorporant une prime de risque. Le gain est d'autant plus fort que le taux de rémunération des réserves est faible et la prime de risque forte. Pour compenser la future hausse du taux de rémunération des réserves, l'auteur préconise d'augmenter le taux de réserves obligatoires des banques et de ne pas les rémunérer.

### **Le chômage dans les pays européens**

Robert Calvert Jump (University of West England, Bristol) et Engelbert Stockhammer (Kingston University), dans ["New evidence on unemployment hysteresis in the EU"](#) proposent des estimations de l'hystérèse du chômage dans les pays de l'UE. En moyenne, une hausse de 1 point du taux de chômage conjoncturel induirait une hausse de 0,8 point du taux de chômage d'équilibre (le NAIRU) un an plus tard. C'est l'hystérèse qui expliquerait la hausse du NAIRU dans les pays européens, et non des changements dans les institutions du marché du travail. Cela milite pour une politique de gestion de la demande plus active, faute de quoi un cercle vicieux pourrait s'enclencher : la baisse de la demande induisant une hausse du NAIRU, donc de la production potentielle. Mais, le concept de NAIRU a-t-il encore un sens dans cette problématique ?

Markku Lehmus (ETLA, Helsinki), dans ["The long-term unemployment adjusted NAWRU estimates for selected European"](#)

[countries](#)”, propose, de n’incorporer les chômeurs de long terme qu’avec un coefficient de 0,5 dans l’estimation du taux de chômage d’équilibre (le NAWRU, ici). Il montre que le taux de chômage d’équilibre ainsi mesuré apparaît plus stable et que son impact sur la hausse des salaires est plus net. En fin de période, le taux de chômage serait nettement plus élevé que son niveau d’équilibre en Finlande, France et Italie.

### **La politique monétaire : considérations structurelles**

José A. Carresco-Gallego (King Juan Carlos University, Madrid), dans [“Macroprudential policies interactions”](#), construit un modèle DSGE pour analyser la pertinence des instruments de la politique macro-prudentielle, soit un plafond contra-cyclique pour le ratio crédit/valeur de l’actif pour les prêts aux ménages, soit un plafond contra-cyclique pour le ratio crédit/capital au niveau des banques. Ses simulations montrent que, selon le type de chocs, l’introduction de ces instruments peut être stabilisante ou déstabilisante.

Salvatore Capasso, Oreste Napolitano et Anna Laura Viveros (tous trois, Université de Naples – Parthenope), dans *“Banks’ lending technology and the transmission of monetary policy”*, étudient empiriquement les relations entre les banques et les emprunteurs. Les auteurs montrent que des relations étroites diminuent la probabilité de rationnement du crédit, ce qui, selon eux, diminuerait l’impact de la politique monétaire.

Ilkka Kiema (Labour Institute for Economic Research, Helsinki) et Esa Jokivuolle (Banque de Finlande), dans [“Bank stability and the European deposit insurance scheme”](#) analysent l’impact du mécanisme de garantie des dépôts, en faisant l’hypothèse que les déposants anticipent que le gouvernement pourrait choisir de trahir sa promesse, en comparant le coût de la garantie à celui de la perte de réputation. Dans cette optique, le Système européen d’assurance des dépôts augmenterait la stabilité du système bancaire en cas de choc

n'affectant qu'un pays membre, mais pourrait être déstabilisant en cas de choc affectant l'ensemble du système bancaire (en augmentant la probabilité de défaut volontaire de l'ensemble des États membres).

## **La politique monétaire : les politiques non-conventionnelles et la normalisation**

Maritta Paloviita, Markus Haavio, Pirkka Jalasjoki et Juha Kilponen (tous, Banque de Finlande) dans ["What does "below, but close to, two per cent" mean? Assessing the ECB's reaction function with real time data"](#) estiment une fonction de réaction de la BCE à partir de données en temps réel et des projections des services de la BCE. Ils montrent que l'on peut hésiter entre deux interprétations : la BCE a un objectif d'inflation symétrique de l'ordre de 1,65% ou la BCE réagit plus à des taux d'inflation supérieur à 2% qu'à des taux inférieurs. Toutefois, la première interprétation rend mieux compte du taux d'intérêt implicite dans la période de taux zéro.

Huub Meijers et Joan Muysken (tous deux, Maastricht University) dans ["The impact of quantitative easing on a small open euro area economy: the case of the Netherlands"](#), présentent un modèle stock-flux cohérent de l'économie néerlandaise qui rend compte de ses spécificités (le fort excédent extérieur, les taux d'épargne élevés des ménages et des entreprises, les investissements importants à l'étranger, une faible dette publique). Leurs simulations montrent que l'assouplissement quantitatif n'a pas eu d'impact direct sur la sphère réelle, mais qu'il a aggravé l'exposition du secteur financier aux marchés extérieurs.

Adam Elbourne, Kan Ji et Sem Duijndam (tous CPB, La Haye), dans ["The effects of unconventional monetary policy in the euro area"](#), analysent l'impact de la politique monétaire non conventionnelle, mesurée par le taux d'intérêt fantôme (*shadow rate*) de la BCE, ceci en utilisant un modèle SVAR. La

politique non conventionnelle n'aurait eu que des effets faibles sur la production et imperceptibles sur l'inflation. Les effets seraient plus nets dans les pays où le secteur bancaire était en bonne santé.

Jagjit Chadha et Arno Hantzche (tous deux, NIESR, Londres), dans ["The impact of the ECB's QE Programme: Core versus periphery"](#), analysent l'impact des trois programmes lancés par la BCE (SMP en Mai 2010, OMT en juillet 2012 et PSPP en septembre 2014) sur les taux d'intérêt longs des pays de la zone euro. Il apparaît que l'impact est plus fort sur les pays de la périphérie que sur ceux du cœur. À l'avenir, la normalisation de la politique monétaire doit éviter d'accentuer les écarts de taux d'intérêt dans la zone euro, ce qui plaide pour maintenir l'OMT et l'accompagner de réformes structurelles.

Marek Dabrowki (CASE, Varsovie), dans ["Prospects of monetary policy normalization in major currency areas"](#), estime que les pays de la zone euro se rapprochent de leur production potentielle, que les pressions inflationnistes reviennent (en particulier pour les actifs), que le multiplicateur monétaire peut remonter et donc que la BCE doit renoncer aux mesures non conventionnelles et se préparer à normaliser la politique monétaire.

---

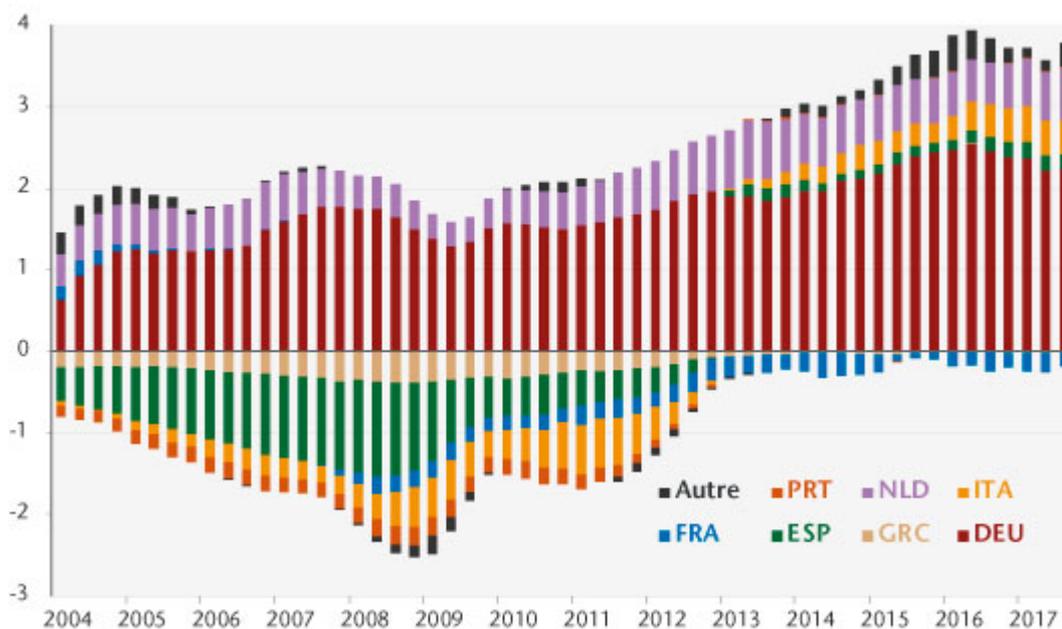
## **Des ajustements d'ampleur à attendre pour la zone euro**

par [Bruno Ducoudré](#), [Xavier Timbeau](#) et [Sébastien Villemot](#)

Les déséquilibres de balance courante sont au cœur du processus qui a mené à la crise de la zone euro à partir de

2009. Les premières années d'existence de l'euro, jusqu'à la crise de 2007-2008, ont en effet été celles du creusement des déséquilibres entre pays dits du Nord (ou du cœur) et ceux dits du Sud (ou de la périphérie) de l'Europe, comme cela est visible sur le graphique 1.

Graphique 1. Soldes courants (moyenne mobile sur quatre trimestres, en % du PIB de la zone euro



Source : Eurostat.

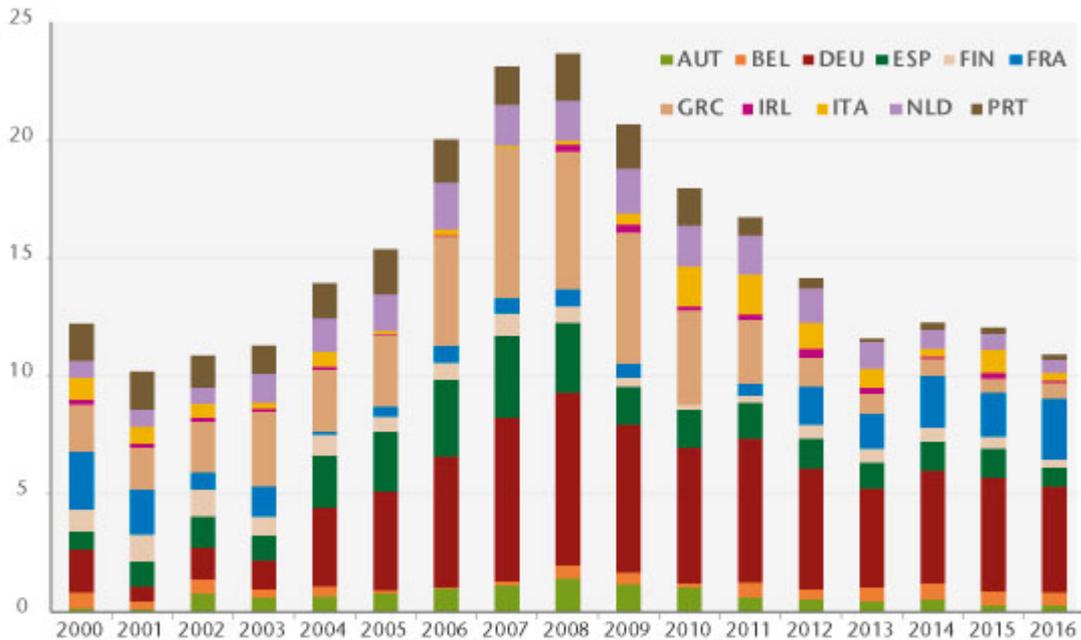
Le processus de divergence des balances courantes a subi un net coup d'arrêt après 2009 et les déficits extérieurs ont disparu dans la presque totalité des pays de la zone euro. Pour autant, l'écart reste significatif entre pays du Nord et pays du Sud, et on ne peut pas encore parler de reconvergence. Par ailleurs, la résorption des déficits (italiens et espagnols) mais pas des excédents (allemands et néerlandais) a radicalement changé le rapport de la zone euro au reste du monde : alors que la zone avait un compte courant proche de l'équilibre entre 2001 et 2008, un excédent significatif se forme à partir de 2010, pour atteindre 3,3 % du PIB en 2016. Autrement dit, le déséquilibre qui était interne à la zone euro s'est déplacé en un déséquilibre externe entre la zone euro et le reste du monde, notamment les États-Unis et le Royaume-Uni. Ce déséquilibre alimente le protectionnisme de

Donal Trump et implique une tension sur le taux de change. Alors que le change nominal interne à la zone euro n'est pas une variable d'ajustement, le taux de change entre l'euro et le dollar peut s'ajuster.

Maintenir un tel excédent de la zone euro sur le long terme semble peu probable. Certes, les pressions à l'appréciation de l'euro sont aujourd'hui contenues par [la politique monétaire particulièrement accommodante de la Banque centrale européenne](#) (BCE), mais lorsque viendra le moment de la normalisation des politiques monétaires, il est probable que l'euro s'appréciera significativement. Outre un impact déflationniste, cela pourrait relancer la crise de la zone, en creusant à nouveau les déficits extérieurs des pays du Sud par une perte de leur compétitivité. Les motifs de sortie de la zone euro s'amplifieront alors.

[Dans une étude récente\[1\]](#) nous cherchons à quantifier les ajustements qui restent à effectuer pour parvenir à résorber ces différents déséquilibres de balance courante, aussi bien à l'intérieur de la zone euro que vis-à-vis du reste du monde. À cette fin, nous estimons des taux de change réel d'équilibre à deux niveaux. D'abord du point de vue de la zone euro dans son ensemble, avec l'idée que l'ajustement du taux de change réel passera par celui du taux de change nominal, notamment de l'euro vis-à-vis du dollar : nous estimons la cible de long terme de la parité euro/dollar à 1,35 dollar pour un euro. Ensuite, nous calculons des taux de change réels d'équilibre au sein même de la zone euro, car si le taux de change nominal entre les pays membres ne varie pas du fait de l'union monétaire, les niveaux de prix relatifs permettent des ajustements de taux de change réel : nos estimations indiquent que des désajustements substantiels subsistent (cf. graphique 2), le désajustement moyen (en valeur absolue) par rapport au niveau de l'euro s'élevant à 11% en 2016. Le différentiel nominal relatif entre l'Allemagne et la France s'élèverait à 25 %.

**Graphique 2. Indicateur de désajustements nominaux intra-zone euro, avec contributions par pays**



Note : Le graphique 2 rapporte la moyenne (pondérée par le PIB) de la valeur absolue des désajustements nominaux. La contribution de chaque pays à cette moyenne est mise en évidence. Les désajustements nominaux correspondent aux variations de prix de valeur ajoutée qui doivent être réalisés simultanément pour que tous les pays atteignent leur cible de balance courante. Ce graphique peut s'interpréter comme une mesure synthétique du niveau des désajustements internes à la zone euro, avec la contribution de chaque pays.

Source : calculs OFCE.

Dans la situation actuelle, il n'y a plus accumulation de créances de certains pays de la zone euro sur d'autres, mais accumulation de certains pays de la zone euro sur d'autres pays du monde. Cette fois-ci le taux de change (effectif, pondéré par les actifs bruts accumulés) peut servir de variable d'ajustement. Ainsi une appréciation de l'euro réduirait l'excédent courant de la zone euro et déprécierait la valeur des actifs, probablement accumulés en monnaie étrangère. D'autre part, la France apparaît maintenant comme le dernier pays en déficit significatif de la zone euro. Relativement aux autres pays de la zone euro, c'est la France qui contribue (négativement) le plus aux déséquilibres avec l'Allemagne (positivement). Si l'euro s'appréciait, il est probable que la situation de la France serait plus dégradée encore et que l'on retrouverait une situation d'accumulation de position nette interne, mais cette fois-ci entre la France (pour le côté débiteur) et l'Allemagne (créditeur). Ce ne serait pas comparable à la situation d'avant 2012, puisque la France est un plus grand pays que la Grèce ou le Portugal et donc que la question de la

soutenabilité se poserait dans des termes très différents. En revanche, la résorption de ce déséquilibre par l'ajustement des prix est d'un ordre de grandeur tel que compte tenu des différentiels de prix relatifs qu'il est vraisemblable de maintenir entre la France et l'Allemagne, il faudrait plusieurs décennies pour y parvenir. Il est d'ailleurs frappant de constater que somme toute, depuis 2012, alors que la France a engagé une coûteuse réduction des coûts salariaux par le CICE et le Pacte de responsabilité d'une part, et que l'Allemagne instaurait un salaire minimum et connaît une dynamique salariale plus franche dans un marché du travail proche du plein emploi d'autre part, le déséquilibre relatif entre la France et l'Allemagne, exprimé en ajustement de prix relatif, n'a pas bougé.

Il faut tirer trois conséquences de cette analyse :

1. Le déséquilibre qui s'est installé aujourd'hui ne se résorbera que difficilement et toute mesure visant à l'accélérer est la bienvenue. Continuer la progression modérée des salaires nominaux en France, stimuler la progression des salaires nominaux en Allemagne, rétablir en faveur des salaires le partage de la valeur ajoutée allemande, persister dans l'appréciation du salaire minimum sont autant de pistes prolongeant celles que nous avons évoquées dans les différents rapports iAGS. Une TVA sociale inversée, ou du moins une baisse de la TVA en Allemagne serait également un moyen de réduire l'épargne nationale allemande et, en l'accompagnant d'une hausse des cotisations sociales allemandes, d'accroître la compétitivité des autres pays de la zone euro ;
2. Le déséquilibre interne d'avant la crise est devenu un déséquilibre externe à la zone euro qui induit une pression à l'appréciation effective de l'euro. L'ordre de grandeur est conséquent, il pèsera sur la compétitivité des différents pays de la zone euro et

fera réapparaître sous une forme différente le problème connu avant 2012 ;

3. L'appréciation de l'euro induite par les excédents courants de certains pays de la zone euro génère une externalité pour les pays de la zone euro. Du fait de réponses différentes de leurs balances courantes à une variation des prix relatifs, ce sont l'Italie et l'Espagne qui verront leur balance courante réagir le plus alors que celle de l'Allemagne y réagira le moins. Autrement dit, l'appréciation de l'euro, relativement, dégradera plus la balance courante de l'Italie et de l'Espagne que celle de l'Allemagne et réinstallera un régime de déséquilibre interne presque comparable à celui d'avant 2012. Cette externalité et la moindre sensibilité de la balance courante de l'Allemagne aux prix relatifs plaide pour une réduction des déséquilibres par une progression de la demande interne allemande, c'est-à-dire une réduction de leur épargne nationale. Les outils peuvent être une relance de l'investissement public, une baisse des impôts directs sur les personnes ou encore une augmentation plus rapide du salaire minimum par rapport à la productivité et l'inflation.

[\[1\]](#) Sébastien Villemot, Bruno Ducoudré, Xavier Timbeau : « Taux de change d'équilibre et ampleur des désajustements internes à la zone euro », *Revue de l'OFCE*, 156 (2018).

---

## La BCE reste préoccupée par

# La faiblesse de l'inflation

Par [Christophe Blot](#), [Jérôme Creel](#) et [Paul Hubert](#)

Le Président de la Banque centrale européenne, M. Mario Draghi, a [annoncé récemment](#) que l'augmentation du taux directeur de la BCE interviendrait « bien après » la fin des mesures d'achats massifs de titres obligataires (prévue pour septembre 2018), principalement émis par les Etats de la zone euro, et à un « rythme mesuré ». La hausse du taux directeur pourrait donc intervenir vers la mi-2019, soit quelques semaines avant la passation de pouvoir entre Mario Draghi et son successeur.

Lors de son audition trimestrielle face aux parlementaires européens, Mario Draghi a fait preuve de prudence à propos de l'intensité et de la pérennité de la reprise économique[\[1\]](#). A l'écouter, la zone euro n'aurait pas forcément refermé son écart de production (le PIB réalisé resterait en deçà de son potentiel) malgré la reprise des derniers trimestres. Ce n'est donc pas le moment de modifier l'orientation de la politique monétaire au risque de fragiliser cette reprise. Il est par ailleurs indéniable que les effets de la reprise ne se matérialisent pour le moment que très lentement et progressivement dans des hausses de salaires, ce qui explique en partie pourquoi le taux d'inflation de la zone euro reste en deçà de sa cible de moyen terme.

Le Président de la BCE a aussi fait preuve de confiance dans le fait que les entreprises ancrent progressivement leurs anticipations de prix (et de salaires) sur la cible d'inflation de la BCE, soit 2% par an. Mario Draghi est aussi apparu très confiant dans l'efficacité de la politique monétaire. Il a annoncé que les mesures entreprises depuis 2014 contribueraient à une augmentation (cumulative) de 2 points de pourcentage, respectivement de la croissance réelle et de l'inflation entre 2016 et 2019.

Si la prévision de retour de l'inflation à sa cible en 2019 par la BCE est contredite par [Hasenzagl et al. \(2018\)](#), on y retrouve ces mêmes déterminants de l'inflation européenne. Dans une [étude](#) récente, nous montrons aussi que les deux principaux déterminants de l'inflation dans la zone euro sont les anticipations d'inflation et la croissance des salaires. Sans ancrage des premières sur la cible de moyen terme de la BCE et sans effet de second tour de la politique monétaire sur les salaires, l'inflation ne reviendra pas à sa cible à court terme. Les réformes structurelles ont peut-être accru le PIB potentiel comme le prétend Mario Draghi, mais elles ont jusqu'à présent plus certainement pesé sur les évolutions salariales et de prix.

[\[1\]](#) Une fois par trimestre un dialogue monétaire est organisé entre le Président de la BCE et les membres de la Commission des Affaires monétaires du Parlement européen. Ce dialogue permet au Président de la BCE d'expliquer l'orientation de la politique monétaire dans la zone euro et d'exprimer son point de vue sur des sujets définis en amont.

---

## **La désinflation manquante est-elle un phénomène américain uniquement ?**

par [Paul Hubert](#), [Mathilde Le Moigne](#)

La dynamique de l'inflation après la crise de 2007-2009 est-elle atypique ? Selon Paul Krugman : « si la réaction de l'inflation (ndlr : aux Etats-Unis) avait été la même à la

suite de la Grande Récession que lors des précédentes crises économiques, nous aurions dû nous trouver aujourd'hui en pleine [déflation](#)... Nous ne le sommes pas. » En effet, après 2009, l'inflation aux Etats-Unis est demeurée étonnamment stable au regard de l'évolution de l'activité réelle. Ce phénomène a été qualifié de « désinflation manquante ». Un tel phénomène s'observe-t-il dans la zone euro ?

En dépit de la plus grande récession depuis la crise de 1929, le taux d'inflation est resté stable autour de 1,5% en moyenne entre 2008 et 2011 aux Etats-Unis, et de 1% en zone euro. Est-ce à dire que la courbe de Phillips, qui lie l'inflation à l'activité réelle, a perdu toute validité empirique ? Dans une [note](#) de 2016, Olivier Blanchard rappelle au contraire que la [courbe de Phillips](#), dans sa version originelle la plus simple, reste un instrument valable pour appréhender les liens entre inflation et chômage, et ce en dépit de cette « désinflation manquante ». Il note cependant que le lien entre les deux variables s'est affaibli parce que l'inflation dépend de plus en plus des anticipations d'inflation, elles-mêmes ancrées à la cible d'inflation de la Réserve fédérale américaine. Dans leur [article](#) de 2015, Coibion et Gorodnichenko expliquent cette désinflation manquante aux Etats-Unis par le fait que les anticipations d'inflation sont plutôt influencées par les variations des prix les plus visibles, comme par exemple les variations du prix du baril de pétrole. On observe d'ailleurs depuis 2015 une baisse des anticipations d'inflation concomitante à la baisse des prix du pétrole.

La difficulté à rendre compte de l'évolution récente de l'inflation, au travers de la courbe de Phillips, nous a conduits à évaluer, dans un [récent article](#), ses déterminants potentiels et à examiner si la zone euro a également connu un phénomène de « désinflation manquante ». Sur la base d'une courbe de Phillips standard, nous ne retrouvons par les conclusions de Coibion et Gorodnichenko lorsque l'on considère la zone euro dans sa totalité. Dit autrement, l'activité

réelle et les anticipations d'inflation décrivent bien l'évolution de l'inflation.

Cependant, ce résultat semble provenir d'un biais d'agrégation entre les comportements d'inflation nationaux au sein de la zone euro. En particulier, nous trouvons une divergence notable entre les pays du nord de l'Europe (Allemagne, France), exhibant une tendance générale à une *inflation manquante*, et les pays davantage à la périphérie (Espagne, Italie, Grèce) exhibant des périodes de *désinflation manquante*. Cette divergence apparaît néanmoins dès le *début* de notre échantillon, c'est-à-dire dans les premières années de la création de la zone euro, et semble se résorber à partir de 2006, sans changement notable au cours de la crise de 2008-2009.

Contrairement à ce qui s'est produit aux États-Unis, il apparaît que la zone euro n'a pas connu de désinflation manquante à la suite de la crise économique et financière de 2008-2009. Il semble au contraire que les divergences d'inflation en Europe sont antérieures à la crise, et tendent à se résorber avec la crise.

---

# **Comment sauver l'Europe ? Comment changer de paradigme ?**

par [Xavier Ragot](#)

On assiste à des inflexions nouvelles dans les débats sur la

construction européenne. Moins visibles que des déclarations publiques, des conférences essentielles et ateliers se tiennent pour aborder de nouvelles options, sous des angles économiques et politiques différents. Le débat est plus vif en Allemagne qu'en France. En cause probablement le débat caricatural français pendant les élections présidentielles, sur la forme « pour ou contre la monnaie unique », alors que le débat préalable est de discuter comment orienter les institutions de la zone euro au service de la croissance et des inégalités.

Deux conférences ont eu lieu à Berlin à une semaine d'intervalle, considérant les options les plus opposées. La première a abordé les conséquences de la sortie d'un pays de la zone euro ; la seconde la recherche d'un paradigme alternatif pour réduire inégalités en Europe. Autant dire que ces deux conférences couvrent presque tout le spectre des politiques économiques envisageables.

### **Se faire peur : la fin de la zone euro ?**

Première question : Que se passerait-il si un ou plusieurs pays sortaient de la zone euro ? Faut-il le souhaiter ou comment peut-on l'empêcher ? Une [conférence](#) a eu lieu le 14 mars avec pour titre « L'euro est-il viable en l'état, et que faire si ce n'est pas le cas ? » a rassemblé des présidents d'instituts influents comme Clemens Fuest, des membres des cinq sages allemands comme Christoph Schmidt et des économistes médiatiques en Allemagne, comme Hans-Werner Sinn, ou encore des économistes comme Jeromin Zettelmeyer. La présence de l'OFCE, en ma personne, a peut-être permis de rappeler des éléments simples, mais utiles.

Cette première conférence a parfois joué sur l'ambiguïté de la question, certaines contributions semblant souhaiter la fin de la zone euro alors que d'autres contributions étaient plus analytiques afin d'en montrer les risques. Dans ces débats la voix de Hans-Werner Sinn est singulière par sa radicalité.

Sans aller jusqu'à souhaiter la sortie de l'Allemagne de la zone euro, ce dernier insiste de manière systématique (et biaisée) sur les coûts pour l'Allemagne de la politique monétaire européenne. Sinn insiste en particulier sur le rôle de l'exposition cachée de l'Allemagne à la dette des autres pays par l'intermédiaire de la Banque centrale européenne et de TARGET2, qui enregistre les surplus et déficits des banques centrales nationales vis-à-vis de la Banque centrale européenne. Le solde TARGET2 montre que les pays du sud de l'Europe ont un déficit alors que l'Allemagne a un excédent substantiel de près de 900 milliards d'euros, ce qui représente 30% du PIB allemand. Ces montants sont très importants mais ne sont en aucun cas un coût pour l'Allemagne. Dans le cas le plus extrême d'un non-paiement par une banque centrale nationale (autant dire une sortie de la zone euro), la perte serait partagée par tous les autres États de manière indépendante des surplus. Ces soldes TARGET2 font partie de la politique monétaire européenne pour atteindre un objectif sur lequel on s'était mis d'accord : un niveau d'inflation moyen de 2%. Cette cible n'est pas atteinte depuis de nombreuses années. Par ailleurs, cette politique a conduit à des taux d'intérêt bas dont profitent les Allemands qui paient des charges d'intérêt faibles sur leurs dettes publiques, comme le rappelle Jeromin Zettlemeyer. Enfin, la balance commerciale fortement excédentaire de l'Allemagne montre que l'absence d'ajustement de taux de change dans la zone euro a largement bénéficié à l'Allemagne. Rappelons, que l'Allemagne a exporté plus que la Chine en volume en 2016, selon l'institut allemand Ifo !

Ma présentation s'est basée sur les nombreux travaux de l'OFCE sur la crise européenne. L'OFCE a publié un [billet](#) analytique sur les effets d'une sortie de la zone euro en montrant tous les coûts associés. Les travaux de [Durand et Villemot](#) fournissent des bases analytiques pour donner des ordres de grandeur. Quelle serait la réduction de la richesse des Allemands en cas d'explosion de la zone euro ? Le résultat

n'est, somme toute, pas très surprenant. Les Allemands seraient les premiers perdants avec une perte de richesse de l'ordre de 15% du PIB. Bien sûr, ces chiffres sont extrêmement fragiles, et il faut les interpréter avec la plus grande des prudenances. L'explosion de la zone euro nous plongerait dans le domaine de l'inédit, qui nous surprendrait par des déstabilisations que l'on ne soupçonne pas.

Après ces éléments préliminaires, le cœur de ma présentation s'est ensuite concentré sur un point simple. Notre véritable défi est de construire des marchés du travail cohérents au sein de la zone euro, tout en diminuant les inégalités. Après la politique monétaire commune, la coordination des politiques budgétaires qui a été réalisée dans la douleur après 2014 et les errements des politiques fiscales récessionnistes (l'austérité), la question principale pour l'Europe dans les dix ans à venir est de rendre cohérents les marchés du travail. En effet, une puissante force déstabilisatrice en Europe est la modération salariale en Allemagne, fruit de la difficulté de la réunification au début des années 1990, comme on l'a montré dans [un article avec Mathilde Le Moigne](#). Ce que l'on appelle le problème de l'offre en France est en fait le résultat des divergences européennes sur le marché du travail après la modération salariale allemande. J'ai [proposé au Parlement](#) européen l'introduction d'une discussion européenne de la dynamique des salaires nationaux afin de faire converger les salaires de manière non déflationniste et en évitant un chômage élevé dans le sud de l'Europe. Cette coordination des politiques économiques sur le marché du travail est désignée par l'anglicisme *wage stance*. Coordination de l'évolution des salaires minimums et des salaires réglementés, indication de l'orientation des évolutions salariales pour les négociations sociales, autant d'outils de coordination des marchés du travail.

Un second outil est bien sûr la constitution d'une [assurance chômage européenne](#), qui est bien moins complexe que l'on

pourrait le penser. Cette assurance-chômage européenne a vocation à être complémentaire des assurances chômage nationales et non un substitut. En effet, les systèmes nationaux d'assurance chômage sont hétérogènes car, d'une part les marchés du travail sont distincts, et d'autre part les préférences nationales sont différentes. Les systèmes d'assurance chômage sont le fruit de compromis sociaux historiques pour la plupart.

Comment interpréter cette relative radicalité allemande contre l'Europe actuelle ? Peut-être représente-elle le mécontentement d'économistes perdant de l'influence en Allemagne. Cela peut sembler paradoxal, mais nombre d'économistes et d'observateurs allemands évoluent pour reconnaître la nécessité de construire une Europe différente, non assise sur des règles, mais laissant la place à des choix politiques au sein d'institutions fortes. Des institutions agiles et respectées plutôt que des règles. Cette position est associée à la France dans le débat européen : le choix plutôt que la règle. L'accord de coalition allemand qui a rendu possible un gouvernement SPD/CDU place la question européenne au centre de cet accord mais avec un grand flou sur le contenu. Quelques évolutions permettront de tester la pertinence de cette hypothèse, notamment la question d'un ministre de la zone euro, de la nature des règles de décision au sein de l'institution-clé pour résoudre les crises, le mécanisme européen de stabilité.

### **Europe : Changer de logiciel/modèle/paradigme/narration**

Une seconde conférence plus confidentielle s'est avérée plus passionnante encore. Avec la présence de l'European Climate Foundation sur la question du climat, la présence de l'institution INET sur l'évolution de la pensée économique, de l'OFCE sur les déséquilibres européens ; le but de la conférence étant de réfléchir à un changement de paradigme, ou de *narration*, pour penser une articulation nouvelle entre politique et économie, État et marché, afin de penser une

croissance soutenable, sur le plan climatique mais aussi social. Une narration est une vision du monde véhiculée par un langage simple. Ainsi la narration « néolibérale » se construit-elle sur des mots positifs : « concurrence », « marchés », « liberté », et des mots négatifs : « rentes », « interventionnisme », « égalitarisme », qui ont permis de créer un langage. Donald Trump produit une narration tout aussi efficace : « giving power back to the people », « America first » ; cette narration marque le retour du politique sur le mode d'un nationalisme assumé.

Comment construire une autre narration qui place au centre l'évidence de la lutte contre le réchauffement climatique, l'augmentation des inégalités, l'instabilité financière ? Pendant une journée des économistes renommés en Europe ont parlé de l'intelligence artificielle, du réchauffement climatique, des formes actuelles de politiques économiques et industrielles, de la dynamique du crédit et des bulles financières, etc. Des travaux empiriques à la pointe de la recherche et des réflexions sur la possibilité d'un discours cohérent se sont mélangés dans la promesse d'un discours (narration) alternatif. Ce n'est qu'un début. On perçoit là la possibilité d'un renouvellement de la pensée au-delà des clivages politiques pour parler au fond que de l'essentiel : comment mettre l'économie au service d'un projet politique qui ne vise pas à reconstruire des frontières pour exclure mais à penser notre humanité commune ?

Ces deux conférences montrent la vitalité du débat européen, qui est présenté sous un angle trop technique en France. La raison d'être de l'euro, c'est un projet commun. C'est à ce niveau qu'il faut amener le débat avant les échéances électorales européennes de 2019.



---

# Zone euro : reprise généralisée

Par [Christophe Blot](#)

Ce texte s'appuie sur les perspectives 2017-2019 pour l'économie mondiale et la zone euro dont une version complète est disponible [ici](#).

Depuis mi-2013, la zone euro a renoué avec la croissance après avoir traversé deux crises (la crise financière et la crise des dettes souveraines) qui ont entraîné deux récessions : en 2008-2009 et en 2011-2013. Selon [Eurostat](#), la croissance accélère au troisième trimestre 2017 et atteint 2,6 % en glissement annuel (0,6 % en rythme trimestriel), soit son plus

haut niveau depuis le premier trimestre 2011 (2,9 %). Au-delà de la performance de l'ensemble de la zone euro, la situation actuelle se caractérise par une généralisation de la reprise à l'ensemble des pays de la zone euro ce qui n'avait pas été le cas lors de la précédente phase de reprise en 2010-2011. Les craintes sur la soutenabilité de la dette des pays dits périphériques se traduisaient déjà par un fort recul du PIB en Grèce et l'entrée progressive en récession du Portugal, de l'Espagne puis un peu plus tard de l'Italie.

Aujourd'hui, si l'Allemagne reste le principal moteur de croissance européenne, c'est bien l'ensemble des pays qui contribue à l'accélération de reprise. Sur le troisième trimestre 2017, la contribution de l'Allemagne à la croissance de la zone euro s'élève à 0,8 point, en accélération par rapport aux deux trimestres précédents, témoignant de la vitalité de l'économie allemande (graphique). Pour autant, cette contribution était encore plus importante au premier trimestre 2011 (1,5 points pour une croissance de 2,9 % en glissement annuel). Le mouvement de rattrapage se poursuit en Espagne avec une croissance trimestrielle de 3,1 % en glissement annuel (0,8 % en rythme trimestriel) au troisième trimestre 2017, soit une contribution de 0,3 point à la croissance de la zone euro. Surtout, l'activité accélère dans les pays restés jusqu'ici un peu à l'écart de la reprise et notamment en France et en Italie qui ont contribué respectivement à hauteur de 0,5 et 0,3 point à la croissance de la zone euro sur le troisième trimestre<sup>[1]</sup>. Enfin, la reprise se confirme au Portugal et en Grèce. Le dynamisme retrouvé de la conjoncture européenne tient à plusieurs facteurs. La politique monétaire reste très expansionniste ; les achats de titres effectués par l'Eurosystème permet de maintenir l'ensemble des taux d'intérêt à un faible niveau. Les conditions de crédit sont favorables à l'investissement et [l'accès au crédit des PME](#) est de moins en moins contraint, en particulier dans les pays qui avaient été le plus touchés par la crise. Enfin, la politique budgétaire est globalement

neutre voire légèrement expansionniste.

L'optimisme actuel ne doit cependant pas masquer les cicatrices laissées par la crise. Le taux de chômage de la zone euro est toujours supérieur à son niveau d'avant-crise : 9 % contre 7,3 % fin 2007. Il dépasse encore 10 % de la population active en Italie, 15 % en Espagne et 20 % en Grèce. Les conséquences sociales de la crise sont donc encore bien visibles. Ces conditions justifient encore un soutien à la croissance en particulier dans ces pays.

Graphique. Les contributions à la croissance de la zone euro



[1] Voir [France : croissance en héritage](#) pour plus détails sur l'économie française.

---

# Evolution des taux d'activité en Europe pendant la Grande Récession : le rôle de la démographie et de la polarisation de l'emploi

par [Guillaume Allègre](#) et Gregory Verdugo

En Europe comme aux Etats-Unis l'emploi a considérablement reculé pendant la Grande Récession. De plus, au cours des dernières décennies, les forces de l'automatisation et de la mondialisation ont bouleversé les marchés du travail dans les deux régions. Cependant, la réponse des taux d'activités à ces changements a varié d'un pays à l'autre. L'un des événements les plus importants sur le marché du travail aux Etats-Unis au cours de la dernière décennie a été le déclin de la population active. De 2004 à 2013, le taux d'activité des 25 à 54 ans a diminué de 2,6 points de pourcentage (passant de 83,8% à 81,1%) et cette baisse a persisté bien au-delà de la fin de la Grande Récession. A l'inverse, dans l'UE 15, le taux d'activité pour cette catégorie d'âge a augmenté de 2 points au cours de la même période (de 83,7% à 85,6%), malgré la faible croissance et la persistance d'un niveau élevé de chômage.

Qu'est ce qui explique ces différences des deux côtés de l'Atlantique ? Pour répondre à cette question, nous étudions [ici](#) les déterminants de l'évolution de la population active au cours des deux dernières décennies dans douze pays européens que nous comparons aux Etats-Unis.

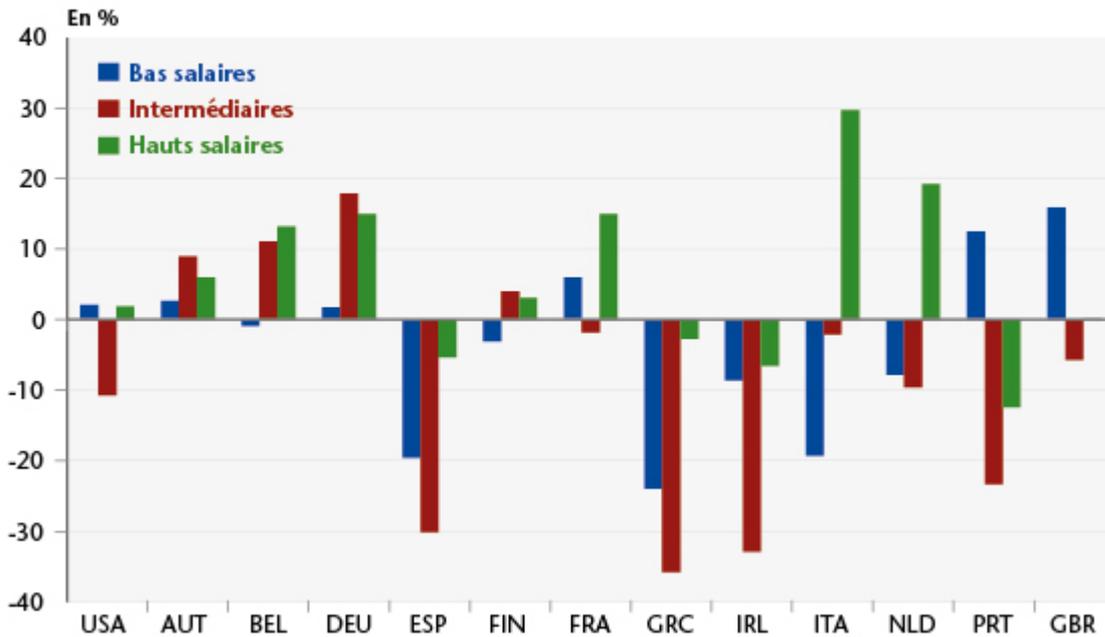
Conformément aux travaux antérieurs sur les Etats-Unis, nous constatons que les changements démographiques récents

expliquent une part substantielle des différences entre les pays. La part des baby-boomers à la retraite a augmenté plus rapidement aux Etats-Unis, et y a donc déclenché une baisse plus importante des taux d'activité qu'en Europe. Au cours de la dernière décennie, l'Europe a également été caractérisée par une augmentation du nombre de diplômés du supérieur deux fois plus élevée qu'aux Etats-Unis, et ce notamment en Europe du Sud et en particulier pour les femmes. Les femmes ayant des niveaux d'éducation plus élevés sont plus susceptibles de rejoindre la population active et elles ont ainsi contribué de manière spectaculaire à l'augmentation de la population active en Europe.

Cependant, ces changements n'expliquent pas tout. Pour la population ayant un niveau de diplôme inférieur au baccalauréat, les taux d'activité des hommes ont diminué dans tous les pays. Pour les femmes, ils ont augmenté rapidement, en particulier dans les pays les plus touchés par le chômage. En Espagne, en Grèce et en Italie, les taux d'activité des femmes ayant un niveau de diplôme inférieur au baccalauréat ont augmenté de respectivement 12, 5,5 et 2 points entre 2007 et 2013 alors que ces économies étaient plongées dans une récession profonde.

Pour expliquer ces faits, nous étudions le rôle des changements de demande de travail au cours des dernières décennies et en particulier lors de la Grande Récession. Nous montrons que, comme aux Etats-Unis, la polarisation de l'emploi (qui désigne la réaffectation de l'emploi vers les professions les moins et les plus rémunérées au détriment des professions intermédiaires) s'est accélérée en Europe lors de la Grande Récession (graphique 1). En raison d'une plus grande destruction d'emplois dans les professions intermédiaires, la polarisation récente a été largement plus intense en Europe.

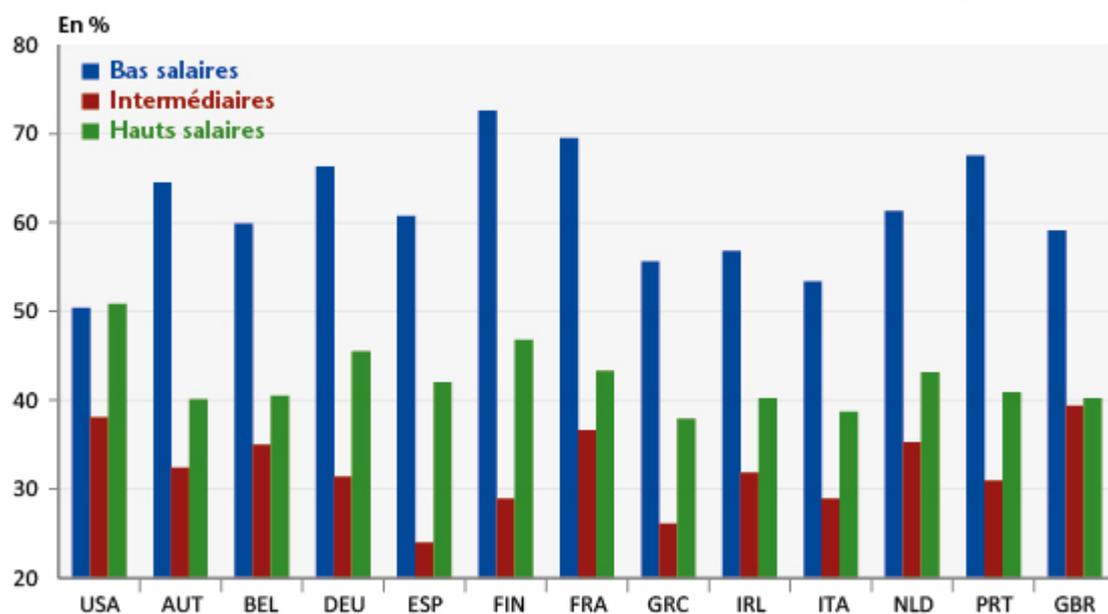
Graphique 1. Évolution de l'emploi selon le niveau de salaire, 2007-2013



Source : EU-LFS, CPS (US).

Autre différence importante par rapport aux Etats-Unis, la ségrégation professionnelle entre les hommes et les femmes est plus marquée en Europe. Les emplois intermédiaires qui disparaissent rapidement sont ainsi bien plus susceptibles d'employer des travailleurs masculins en Europe alors que l'expansion des professions peu qualifiées bénéficie au contraire de manière disproportionnée aux femmes (graphique 2). En conséquence, en Europe plus qu'aux Etats-Unis, la polarisation de l'emploi et la destruction des emplois intermédiaires ont entraîné un déclin spectaculaire des opportunités sur le marché du travail pour les hommes par rapport aux possibilités offertes aux femmes. Nous trouvons que ces chocs de demande asymétriques entre hommes et femmes expliquent la plus grande part de la hausse des taux d'activité des femmes les moins diplômées durant la Grande Récession.

Graphique 2. Proportion de femmes selon le niveau de salaire, 2007



Source : EU-LFS, CPS (US).

Pour en savoir plus : [Gregory Verdugo, Guillaume Allègre, « Labour Force Participation and Job Polarization: Evidence from Europe during the Great Recession », Sciences Po OFCE Working Paper, n°16, 2017-05-10](#)