

# **Pour une autre politique monétaire • Flexibiliser l'euro et réformer la BCE**

Sébastien Laye



L'Institut Thomas More est un think tank libéral-conservateur et indépendant, basé à Bruxelles et Paris. Il est la fois un laboratoire de solutions innovantes, un centre d'expertise et un relais d'influence.

La démarche de l'Institut se fonde sur les valeurs proclamées dans sa Charte : la liberté et la responsabilité, le respect de la dignité de la personne, la subsidiarité, l'économie de marché, les valeurs universelles qui sont l'héritage commun des pays européens.

**Paris**

8, rue Monsigny  
F-75 002 Paris  
Tel : +33 (0)1 49 49 03 30

**Bruxelles**

Avenue Walkiers, 45  
B-1160 Bruxelles  
Tel : +32 (0)2 374 23 13

[www.institut-thomas-more.org](http://www.institut-thomas-more.org)  
[info@institut-thomas-more.org](mailto:info@institut-thomas-more.org)

# **Pour une autre politique monétaire • Flexibiliser l'euro et réformer la BCE**

Sébastien Laye

**Note 33**

Mai 2019

Programme  
**Vivre l'Europe**

Le Programme « Vivre l'Europe » analyse la crise de l'Europe et fait des propositions en faveur d'une Europe politique forte, fière de ses racines et respectueuse du principe de subsidiarité. L'Union européenne et ses membres doivent se préparer à une refondation et chercher les moyens d'un authentique patriotisme de civilisation.

**Sébastien Laye** est diplômé d'HEC Paris et de Sciences Po Paris. Il est entrepreneur dans le domaine des services financiers. Économiste et analyste financier de formation, il a débuté sa carrière à New York dans le secteur bancaire et dans plusieurs fonds d'investissement. Il est l'auteur de *Stratégies d'investissement* (Paris, Ellipses, 2013) et *Capital et Prospérité. Le retour de la croissance pour tous* (Paris, éditions alternative démocratique, 2016). Au sein de l'Institut Thomas More, il suit les politiques économiques mises en œuvres par les autorités publiques ainsi que les questions liées au financement de l'économie et des entreprises.



# Sommaire

Propositions	7
Introduction	9
<b>La nécessaire redéfinition des missions de la BCE</b>	<b>10</b>
Sortir du piège du scénario « à la japonaise »	10
Résoudre le problème des dettes publiques européennes	11
Redéfinir les missions de la BCE et sa doctrine	12
<b>L'euro, un projet inachevé et fragile</b>	<b>13</b>
La théorie des zones monétaires optimales et les conditions particulières de la mise en œuvre de l'euro	14
Le péché originel : la concurrence fiscale et sociale au sein d'une zone monétaire unique	15
Les réformes financières : parfaire l'Acte unique et l'union bancaire et des marchés de capitaux	16
<b>Flexibiliser l'euro dans une Union européenne confédérale</b>	<b>18</b>
Vers une convergence fiscale et sociale minimale	19
Remettre l'euro à l'endroit en le rendant flexible	20
Propositions de réformes structurelles pour accroître le dynamisme de la zone euro	20





# Propositions

- Proposition 1 • **Modifier la doctrine du *quantitative easing* en réduisant les pouvoirs discrétionnaires de la BCE et en établissant des règles automatiques pour l'usage de politiques monétaires non-conventionnelles, en particulier en corrélant ce soutien non-conventionnel à de réels ajustements structurels et le respect d'une convergence minimale des normes fiscales et sociales.**
- Proposition 2 • **Réduire le stock de dettes publiques dans l'Union européenne par la création d'un fonds de restructuration de ces dettes abondées par des recettes fiscales déjà existantes.**
- Proposition 3 • **Redéfinir les objectifs de la BCE autour de la croissance et de la surveillance des bulles spéculatives (inflation du prix des actifs) : le resserrement monétaire ne serait plus dicté par la seule inflation du prix des biens et services mais par des indicateurs de bulles.**
- Proposition 4 • **Redéfinir l'articulation entre la BCE et les banques centrales nationales en renationalisant la surveillance fine des banques et de l'immobilier.**
- Proposition 5 • **Créer des mécanismes de financement de l'investissement public à l'échelle européenne, contracycliques et accompagnant la transition technologique, en partenariat avec les programmes nationaux.**
- Proposition 6 • **Créer une vraie Union bancaire avec un mécanisme commun d'assurance des dépôts (la signature indestructible de l'Union européenne doit protéger tout dépôt sur un compte en Europe) et de restructuration des banques en cas de difficulté.**
- Proposition 7 • **Mettre en place un cadre commun de résolution des faillites et des difficultés des entreprises sur le modèle du chapitre 11 du *Bankruptcy Code* américain.**
- Proposition 8 • **Créer un marché de capitaux de type *eurobonds* pour regrouper les placements privés nationaux actuels (Euro PP, *Schuldschein*) et des émissions thématiques européennes (*infrastructure bonds*, *green bonds*, etc.).**
- Proposition 9 • **Favoriser un mécanisme de financement des petites entreprises à l'échelle européenne, similaire à la SBA/SBIC américaines (*Small and medium size businesses lending facility*). Cette facilité serait étendue lors de crises et pourrait devenir le mécanisme contracyclique évoqué dans la proposition 5.**
- Proposition 10 • **Sortir des critères de Maastricht les budgets d'investissement publics pour retrouver de la flexibilité en cas de besoins contracycliques. Forcer les États à séparer dépenses d'investissement et de fonctionnement et les inciter, après une restructuration des dettes les faisant passer par exemple à 90% du PIB, à ne produire de déficit que sur la partie investissement accroissant la croissance.**



- Proposition 11 • **Reconnaître les limites de la politique monétaire de la BCE et demander aux États de se concentrer sur les politiques budgétaires et fiscales.**
- Proposition 12 • **Réduire la concurrence fiscale et sociale en Europe en créant une convergence minimale fiscale et sociale sous la forme de « bandes » (comme dans le serpent monétaire de 1972-1978). Pour la fiscalité du capital, serait fixé un objectif commun autour de 20%, avec une bande allant de 15 à 25% dans un premier temps. Les pays de la zone euro seraient incités à ramener leur fiscalité du capital vers 20% mais seraient tolérés un maximum de 25% et un minimum de 15%, avant de s'approcher, par bandes, d'un taux commun. En cas de succès sur la fiscalité du capital, on pourrait engager la même démarche pour la fiscalité des entreprises puis, plus tard, vers une *flat tax* commune pour l'impôt sur le revenu.**
- Proposition 13 • **Recréer un euro flexible en le couplant avec un marché des certificats d'importations et exportations (*trade chits market*), afin de recréer un système de changes flexibles. Les exportations et importations au sein de la zone euro seraient toujours en euros mais accompagnés d'échanges de certificats d'importation et d'exportation. De par l'équilibre de l'offre et de la demande sur ce nouveau marché et/ou leurs interventions volontaires (rachats ou ventes de certificats), les États retrouveraient l'équivalent de la flexibilité des anciennes dévaluations compétitives.**
- Proposition 14 • **Décourager les surplus d'épargne et de commerce extérieur qui déstabilisent l'Europe actuelle en augmentant les salaires et en menant des politiques fiscales expansionnistes dans les pays en surplus comme l'Allemagne.**
- Proposition 15 • **Favoriser la convergence européenne des productivités en investissant les surplus actuels dans la robotique, l'IA, le numérique et les infrastructures télécom et de transports.**



## Introduction

L'histoire économique, monétaire et financière de l'Union européenne est celle de deux séquences successives : une première phase, à l'instigation des « pères fondateurs », axée sur le rétablissement de la paix et le développement de la démocratie libérale, qui a vu se multiplier les initiatives couronnées de succès (CECA, projets industriels communs, Acte et Marché Unique pour les biens et services), avec leurs corollaires en termes de prospérité. Mais, à partir du traité de Maastricht en 1992, la deuxième phase a été moins bien conçue et a multiplié les ferments de division entre États membres : création imparfaite de l'euro (nous y reviendrons), échec de la ratification populaire de certaines dispositions économiques dans le traité constitutionnel européen de 2005, crise de 2008-2009, gestion hasardeuse et humiliante des crises souveraines grecques, portugaises et irlandaises, politiques monétaires expansionnistes trop tardives et peu efficaces (2015-2019). A quoi viennent s'ajouter le ralentissement conjoncturel actuel et le risque que l'Union européenne soit l'épicentre de la prochaine crise financière **(1)**.

A l'approche des élections européennes et alors que ces questions complexes ne sont guère abordées par les candidats, il convient, dans une analyse telle que nous nous proposons de la conduire, d'éviter de sombrer dans la litanie des échecs et des erreurs particulières de tel ou tel pays (*de facto*, l'impasse économique et sociale d'un pays comme la France, par exemple, ne saurait être réduite à la seule dimension européenne)... C'est pourquoi nous nous concentrons ici sur la dimension économique et monétaire telle qu'elle est pilotée par la Banque centrale européenne (BCE), la Commission et le Conseil européen.

En ce mois de mai 2019, après une période de croissance mondiale soutenue dont l'Europe a profité entre 2016 et 2018 – 1,9% de croissance en 2018 –, le ralentissement conjoncturel continental paraît manifeste. Les prévisions de croissance pour 2019 pour la zone euro, estimées à 1,9% l'an dernier, ont été revues à la baisse à 1,3% **(2)**. Avec le ralentissement allemand (dernières prévisions 2019 autour de 0,5%) et les difficultés italiennes, ce chiffre devrait être revu à la baisse une nouvelle fois. Le chômage n'a pas encore été affecté par ce ralentissement essentiellement manufacturier, avec un bon niveau de 7,7%.

Au-delà de cet épuisement du cycle économique malgré une politique monétaire toujours expansionniste, les performances de la zone euro sont médiocres. La crise de 2008 n'explique pas entièrement cette contre-performance qui commence dès la fin des années 1990 et la mise en place de l'euro. Joseph Stiglitz a analysé la tendance de croissance du PIB des pays de la zone euro en prolongeant les performances des décennies antérieures à la mise en place de l'euro : en comparant les chiffres obtenus avec les PIB réels entre 1998 et 2015, il trouve un écart sur l'année 2015 de 18%, soit 2 000 milliards d'euros par an **(3)**. En cumulatif sur la période, cela fait onze trillions d'euros de richesses envolées en fumée du fait de politiques économiques mal conçues.

Pour éclairer ces résultats structurellement médiocres, nous expliquerons (1) d'abord les erreurs récentes de la BCE et les moyens de la réformer, (2) puis les corrections indispensables à apporter à l'union monétaire pour éviter son effondrement, (3) enfin le meilleur moyen, sinon le seul, de sauver l'euro – en le flexibilisant.



**(1)** Sébastien Laye, *2008-2018, a-t-on retenu les leçons de la crise financière ?* Institut Thomas More, Note d'actualité 53, septembre 2018, [disponible ici](#).

**(2)** Viktoria Dendrinou, "EU Slashes Growth Forecasts and Warns Over Brexit, China", Bloomberg, 7 février 2019 [disponible ici](#).

**(3)** Joseph Stiglitz, *The Euro: how a common currency threatens the future of Europe*, W.W. Norton and Company, 2016, p.73-74.



## La nécessaire redéfinition des missions de la Banque centrale européenne

Traditionnellement centrée sur l'objectif de maîtrise des prix et de l'inflation (sa mission historique depuis 1998 était d'amplifier les politiques de désinflation compétitives), la BCE, après quelques années de procrastination (2012-2015) pendant lesquelles Mario Draghi se contentait de marteler qu'il prendrait « toutes les décisions qui s'imposent » (politique du "*whatever it takes*"), a fini par embrasser la vague de politiques monétaires expansionnistes (FED et Banque du Japon) avec en plus des baisses de taux d'intérêt et une politique d'achat de titres obligataires (*quantitative easing*).

### • Sortir du piège du scénario « à la japonaise »

---

La BCE avait lancé en 2015 un vaste programme d'achat d'obligations émises par les États puis par les entreprises. Ce programme, appelé *quantitative easing* (QE), a démarré par 80 milliards d'euros de rachat de dette par mois. Il avait été réduit à 60 milliards d'euros fin 2016, puis à 30 milliards d'euros en 2017. Ce dispositif lui a permis d'injecter près de 2 600 milliards d'euros sur les marchés, avec l'espoir que cette liquidité trouve son chemin vers les entreprises et les particuliers sous la forme de prêts bancaires peu onéreux. En juin 2018, la BCE annonce l'arrêt progressif et planifié de ces achats de titres. Depuis, toute vraie sortie de cette politique monétaire, qui demanderait comme aux États-Unis une hausse des taux (refusée jusqu'en 2020-2022) et un *quantitative tightening* (vente des actifs au bilan de la BCE) est repoussé *sine die*.

Force est de constater que la BCE est en fait échec et mat et dans une forme d'aporie monétaire. A ce stade du cycle économique, elle aurait déjà dû remonter ses taux d'au moins 1% ou 2%, et ce afin d'avoir des munitions en cas de nouvelle crise – sachant qu'il faut baisser les taux directeurs d'au moins 2% ou 3% pour contrecarrer une récession. Au lieu de quoi, la BCE a lancé trop tardivement son programme d'assouplissement quantitatif et peine à annoncer toute remontée des taux. Elle aurait pu commencer à remonter ses taux en 2018. Aujourd'hui, le ralentissement conjoncturel continental l'en empêche. Avec des taux très bas, en cas de récession confirmée, la BCE n'aura pas d'autres choix que de s'enfoncer dans une politique durable de taux négatifs et de reprise de *quantitative easing*.

En d'autres termes, elle est menacée par un scénario « à la japonaise », par analogie avec le Japon où croissance faible, inflation modérée et soutien monétaire perdurent depuis vingt ans. Le risque est celui d'un enlèvement de long terme dans la situation actuelle. Il existe une spirale infernale, testée lors de la crise grecque, entre l'action de la BCE, le bas coût de la dette pour les États et la question des réformes structurelles. Ces dernières, dans un premier temps, pèsent sur le PIB et le rôle du *quantitative easing* pourrait être de soutenir les États qui doivent justement affronter un ralentissement tout en modifiant leurs structures séculaires (fiscalité, rôle de l'État, transferts sociaux, etc.). Nous proposons donc de garder le *quantitative easing* comme une arme contracyclique et d'aide à l'ajustement des États.

En réalité, il convient de modifier les conditions d'utilisation des politiques de *quantitative easing* et de les lier à des réformes structurelles dans chaque pays : réduction des dépenses publiques de fonctionnement, convergence vers des taux de fiscalité cibles (**Partie 2**).

Proposition 1 •

**Modifier la doctrine du *quantitative easing* en réduisant les pouvoirs discrétionnaires de la BCE et en établissant des règles automatiques pour l'usage de politiques monétaires non-conventionnelles, en particulier en corrélant ce soutien non-conventionnel à de réels ajustements structurels et le respect d'une convergence minimale des normes fiscales et sociales.**

## • Résoudre le problème des dettes publiques européennes

---

Il y a bientôt trois ans, nous avons attiré l'attention sur les travaux d'un groupe d'économistes pour suggérer de restructurer le stock de dettes souveraines dans l'Union européenne, trop élevé : à rebours des dirigeants européens actuels qui continuent, notamment en France, à ne pas contrôler les dépenses de leurs État-Providence, nous considérons qu'au-delà de 80 ou 90% du PIB consacré à de la dette de fonctionnement et de transferts sociaux (nous excluons de ces calculs l'investissement public qui lui contribue à la croissance), la croissance potentielle est affectée et bridée <sup>(1)</sup>. La dette des pays de l'Union européenne s'élève désormais à 12 504 milliards d'euros, soit 81,6% du PIB, et même 86,7% si on se concentre sur la seule zone euro.

L'Union a donc besoin d'un mécanisme permanent de restructuration des dettes européennes ou *Sovereign Debt Restructuring Regime* (SDRR). Il pourrait prendre la forme d'un fonds abondé par les États (via l'attribution d'une recette fiscale précise déjà existante), émettant une obligation synthétique (similaire à un *eurobond* mais sans budget commun ni mutualisation des dettes publiques), dont le montant servirait à racheter et éliminer progressivement un stock de dettes souveraines. La dette émise par le fonds ne serait pas techniquement une dette d'État et serait sécurisée par la valeur nette actualisée des futurs revenus fiscaux. Dans le cas français, l'attribution des revenus de l'IFI par exemple à un fonds permettrait de ramener la dette en dessous de 90%.

Proposition 2 •

**Réduire le stock de dettes publiques dans l'Union européenne par la création d'un fonds de restructuration de ces dettes abondées par des recettes fiscales déjà existantes.**

•

(1) Giancarlo Corsetti, Lars Feld, Ralph Koijen, Lucrezia Reichlin Ricardo Reis, Hélène Rey, Béatrice Weder du Mauro et Ferdinando Giugliano, *Reinforcing the Eurozone and Protecting an Open Society. Monitoring the Eurozone 2*, avril 2016, [disponible ici](#). Voir l'analyse que nous en faisons dans Sébastien Laye, *Dettes publiques européennes : la solution ?*, Institut Thomas More, Note d'actualité 37, juin 2016, [disponible ici](#).



## • Redéfinir les missions de la BCE et sa doctrine

Nous avons déjà émis ailleurs quelques pistes de réflexion pour la réforme de la BCE qui restent d'actualité (1). Car, comme le disent Patrick Artus et Marie-Paule Virard, elle est à la recherche d'une crédibilité nouvelle : « une banque centrale crédible est une banque centrale qui renonce, non plus à l'inflation, mais à l'excès de liquidité et aux bulles d'actifs pour réduire le chômage » (2). En réalité, la doctrine de la BCE était dominée jusqu'ici par la fameuse courbe de Philips, qui établit un lien inverse entre chômage et inflation : le prix à payer pour un chômage faible est une forte activité économique et donc de l'inflation, et inversement. En cas de récession et de montée du chômage, la banque centrale doit baisser les taux et stimuler l'économie, jusqu'à ce que des tensions inflationnistes apparaissent, qu'elle doit juguler par la hausse des taux et un resserrement monétaire. On peut dire que les dirigeants de la BCE ont traditionnellement en tête ce canevas, même si dans les missions de la BCE, on trouve avant tout le contrôle des prix et de l'inflation : l'institution est l'héritière de la politique de désinflation compétitive de la fin du siècle dernier qu'elle a poursuivi.

Si elle n'a jamais suivi officiellement l'objectif de croissance et de plein emploi, la BCE est alignée depuis peu sur l'approche américaine : elle stimule l'économie depuis 2015 (six ans après le début de la crise...) et se refuse à juger de la question des bulles spéculatives (théorie du "cleaning after the bust" : on ne jugule pas les bulles financières, on en soigne les conséquences après l'éclatement final). Or, pour diverses raisons (invasion de produits chinois, avancées technologiques), l'inflation n'est plus aujourd'hui une menace durable si on la considère dans son ensemble : la « déflation technologique », comme l'appelle François-Xavier Oliveau, a modifié la donne et l'objectif des banques centrales devraient être de soutenir une croissance sans risque systémique, c'est-à-dire de favoriser l'emploi et la croissance en traitant en amont le problème des bulles spéculatives (3).

### Proposition 3 •

**Redéfinir les objectifs de la BCE autour de la croissance et de la surveillance des bulles spéculatives (inflation du prix des actifs) : le resserrement monétaire ne serait plus dicté par la seule inflation du prix des biens et services mais par des indicateurs de bulles (4).**

(1) Sébastien Laye, *Capital et prospérité. Le retour de la croissance pour tous*, Editions Alternative Démocratique, 2016.

(2) Patrick Artus et Marie-Paule Virard, *La folie des banques centrales*, Fayard, 2016.

(3) François-Xavier Oliveau, *Pour la création d'un dividende monétaire, une nouvelle politique monétaire à l'ère de la déflation technologique*, Institut Sapiens, mai 2019, [disponible ici](#).

(4) Par exemple : ratio d'endettement des entreprises (dette/EBITDA), ratio de valorisation des marchés actions par rapport aux actifs réels (Q de Tobin : capitalisation boursière/valeur de remplacement des actifs nets), ratio de valorisation des marchés actions par rapport aux résultats (capitalisation boursière/résultats nets), ratio de multiples d'acquisition d'entreprises, taux de rendement moyen des actifs immobiliers commerciaux, prix moyen des résidences/revenu annuel moyen des ménages.



Par ailleurs, ce qui pose problème dans la gouvernance actuelle de la BCE, c'est son approche holistique des différentes économies de la zone euro : or, comme nous y reviendrons ci-après (**Partie 2**), l'absence de convergence des normes fiscales et sociales, en dépit d'une monnaie et d'un marché unique, fait aussi que des bulles ou des inefficiences se développent au niveau local. En attendant une politique de convergence fiscale et sociale minimale, il faut appliquer un principe de subsidiarité dans le pilotage macro-prudentiel de la zone euro.

Proposition 4 •

**Redéfinir l'articulation entre la BCE et les banques centrales nationales en renationalisant la surveillance fine des banques et de l'immobilier.**

Enfin, l'aporie monétaire dans laquelle nous nous trouvons, avec la faible efficacité de la BCE, plaide pour la création de mécanismes véritablement contracycliques capables de financer l'investissement public et de soutenir la demande finale en cas de récession.

Proposition 5 •

**Créer des mécanismes de financement de l'investissement public à l'échelle européenne, contracycliques et accompagnant la transition technologique, en partenariat avec les programmes nationaux.**

## L'euro, un projet inachevé et fragile

La création de l'euro a sans doute été le plus ambitieux projet économique au plan mondial des cinquante dernières années. Il est aussi le plus pétri de contradictions. En effet, les Européens ont mis en place une monnaie unique venant couronner un marché unique des biens et services, tout en laissant subsister une concurrence fiscale et sociale au sein de cette même zone monétaire. Dans le même temps, ils ont éradiqué toutes formes de flexibilité économique au profit d'un système rigide et trop dogmatique **(1)**.

•  
**(1)** Ashoka Mody, *Eurotragedy: A Drama in Nine Acts*, Oxford University Press, 2018.



## • La théorie des zones monétaires optimales et les conditions particulières de la mise en œuvre de l'euro

---

Les économistes Mundell et Fleming ont avancé dès les années 1950 quelques conditions nécessaires à une zone monétaire optimale : « une gouvernance économique pour atteindre une croissance non inflationniste, un budget fédéral pour limiter les effets de la spécialisation économique induite par l'union monétaire, un encadrement de la concurrence fiscale et sociale » (1). Pour cela, ils utilisent leur fameux triangle d'incompatibilité, qui souligne l'impossibilité pour une économie d'atteindre simultanément trois objectifs : un taux de change fixe, une politique monétaire indépendante et la libre circulation des capitaux. En conséquence, une zone monétaire n'est optimale et durable qu'à trois conditions : l'absence de chocs asymétriques, la libre circulation des capitaux et du travail et l'absence d'inflation.

Or, l'Europe n'est toujours pas une zone monétaire optimale : s'il y a un choc asymétrique spécifique en Grèce par exemple, le mécanisme d'ajustement par dévaluation de la monnaie n'existe pas du fait de l'euro. La seule dévaluation possible se fait par les salaires alors qu'il n'y a pas de vrais transferts budgétaires à l'échelle européenne et pas non plus de mobilité des facteurs de production (capital, travail) entre la Grèce et les pays européens. A l'inverse, quand la Californie est en crise, les Californiens peuvent à tout moment déménager avec leurs droits sociaux et leurs acquis dans un autre État, le capital s'investit sans difficulté de la côte Est vers la Californie et l'État fédéral met en place des mécanismes spéciaux d'assistance (comme par exemple lors du sauvetage de la Wells Fargo). Les États-Unis constituent une zone monétaire optimale. L'Europe non. A vrai dire, dans l'histoire, toutes les décisions politiques qui ont décidé de créer des zones monétaires se sont soldées par des échecs : l'Europe, si elle ne tire pas les leçons de ces expériences, pourrait répéter la même erreur, en essayant d'établir une union monétaire rigide.

L'histoire monétaire européenne a d'ailleurs commencé par deux expériences non-concluantes avant la création de l'euro : le serpent monétaire européen (1972-1978) et le mécanisme de taux de change européen (1979-1999, révisé en 1992). C'est d'ailleurs l'échec patent de ces deux initiatives qui avait incité le Royaume-Uni à ne pas rejoindre la zone euro. Dans son livre *The Fall of the Euro*, le banquier d'affaires danois Jens Nordvig a analysé les soixante-sept expériences d'unions monétaires au vingtième siècle avant l'euro (2). Elles ont toutes échoué car elles se sont effondrées sous le poids de leurs contradictions macroéconomiques (incapacité à mettre en œuvre la convergence entre les économies de la zone) et de leurs dissensions politiques internes. La France, par exemple, a participé au lancement en 1865 d'une Union monétaire latine avec l'Italie et la Suisse : cette union monétaire a dû être rapidement abandonnée avec le départ de l'Italie dont l'économie ne pouvait supporter la dépréciation rapide de l'instrument monétaire commun.

Dans l'effondrement des zones monétaires, l'histoire économique nous apprend aussi qu'il y a un catalyseur important, celui du premier départ. Or, paradoxalement, le pays initialement en difficulté au sein de la zone a intérêt à être le premier à sortir et de manière unilatérale de l'union (dilemme analysé par la théorie des jeux) : on constate en effet que les premiers sortants sont toujours ceux qui s'en sortent le mieux au niveau macroéconomique. On citera ici l'exemple de la Tchécoslovaquie en 1918 après la



(1) Voir l'excellente analyse de Christian Saint-Etienne, *Osons l'Europe des nations*, éditions de l'Observatoire, 2018.

(2) Jens Nordvig, *The Fall of the Euro: Reinventing the Eurozone and the Future of Global Investing*, McGraw-Hill Education, 2013.

chute de l'empire austro-hongrois, des pays baltes lors de l'effondrement de l'URSS ou de la Slovaquie lors de l'explosion de la Yougoslavie. L'économiste allemand Hans Werner Sinn a, quant à lui, insisté sur les conditions de la fin de la zone rouble lors de la disparition de l'URSS : certains pays, comme l'Ukraine ou la Lituanie, ont pendant quelque temps utilisé à la fois le rouble et une nouvelle monnaie (1). Ce qui a amené les économistes à penser qu'un pays comme l'Italie, par exemple, pourrait pendant les prochaines années utiliser à la fois l'euro et une devise parallèle sous forme de reconnaissance de dettes. Sinn met aussi en exergue le fait que la puissance centrale et excédentaire en balance des paiements, la Russie, n'a jamais pu recouvrer ses créances sur les anciens satellites de l'URSS. Il est fort probable, en cas de délitement de la zone euro, que les pays excédentaires (l'Allemagne au premier chef) ne seront jamais remboursés, devront abandonner les créances qu'ils possèdent sur les pays du Sud et ne recevront jamais rien en échange de leurs exportations.

Ces quelques rappels sur la théorie monétaire et l'échec des expériences de monnaie commune précédentes nous permettent de mettre en exergue un point capital : ce n'est pas tant la rationalité économique qui a présidé à la naissance de l'euro mais une volonté politique. D'un point de vue de la rationalité économique, l'euro paraît fragile mais une volonté politique constante a maintenu jusqu'ici une cohésion suffisante autour du projet. Nous pensons que malgré ces menaces inhérentes aux faiblesses du projet initial, l'euro, sans doute condamné sous sa forme actuelle, peut survivre si nous parvenons à réformer et flexibiliser notre système monétaire.

## • **Le péché originel : la concurrence fiscale et sociale au sein d'une zone monétaire unique**

---

La zone euro n'est donc pas une zone monétaire optimale et ne pourrait le devenir que dans deux scénarios : un « scénario fédéraliste » et intégrateur, avec un budget fédéral, une fiscalité commune et une intégration politique accrue (avec de nouveaux transferts de souveraineté) ; un « scénario confédéraliste » visant à corriger les tares de la création de l'euro en flexibilisant le système monétaire et l'euro afin de redonner des marges de manœuvre aux économies nationales (en leur redonnant les moyens de se battre dans la compétition internationale sans dévaluation interne). Le « scénario fédéraliste » est aujourd'hui hors de saison. Le second paraît plus réaliste et pourrait être soutenu autant par les partisans de la démocratie libérale que par les partis souverainistes.

Il nous faut cependant revenir sur les défauts de conception de la monnaie commune : en effet lors de sa création, les Européens ont inversé l'ordre des priorités en commençant par la monnaie unique alors qu'elle aurait dû parachever des années, voire des décennies, de convergence fiscale et sociale, de hausse des salaires dans certains pays comme l'Allemagne et d'assainissement des dépenses publiques dans d'autres plus au sud. La création de l'union monétaire est née de l'idée que cette union apporterait *ipso facto* l'union politique en Europe. Elle est née aussi de l'idée que la France était incapable de maîtriser son inflation sans un ancrage monétaire à l'Allemagne. Cette différence d'inflation entre partenaires commerciaux ne posait pas de problème majeur dans des systèmes de changes flexibles – qui furent la règle, même avec le serpent monétaire européen, avant l'avènement de l'euro. L'ajustement se faisait par

•

(1) Hans-Werner Sinn, *The Euro Trap. On Bursting Bubbles, Budgets and Beliefs*, Oxford University Press, 2014.



la dévaluation de la monnaie. Mais, il n'y avait pas de risque qu'un taux de change massivement surévalué apparaisse ou se maintienne durablement : le marché des changes, par ses attaques spéculatives, corrigeait tout écart excessif. En 2008 par exemple, les Britanniques qui n'avaient pas rejoint l'euro, purent dévaluer pour faire face à la crise financière.

Cette différence de taux d'inflation entre la France et l'Allemagne qui était acceptable dans des systèmes ajustables, risquait de devenir un problème majeur au sein d'un système de parité fixe comme l'euro. Si la BCE a tenté d'imposer la poursuite d'une politique de désinflation compétitive dans toute l'Europe non-allemande (dévaluation interne par les salaires et non plus la monnaie), il a été impossible d'aligner les coûts salariaux français (salaires et charges) sur ceux de l'Allemagne par exemple. La France a continué pour un temps à avoir un taux d'inflation légèrement supérieur à celui de l'Allemagne, entraînant des effets cumulatifs au fil des ans sur les écarts de coûts unitaires de production en euro entre nos deux pays. Sans monnaie commune, cet effet monétaire d'inflation des coûts aurait été annulé par les taux de changes et la dévaluation. Mais avec une monnaie commune, les effets furent délétères. Les entreprises qui ont fait le choix de ne pas répercuter cette hausse des coûts sur leurs prix ont vu leurs marges se réduire immédiatement, ce qui a réduit leur capacité de production à moyen terme du fait de la baisse de leurs moyens d'investissement.

En l'absence de dévaluation ou d'alignement des normes fiscales et sociales, les pays historiquement les plus inflationnistes ont été décimés par l'Allemagne dans la compétition qui perdurait au sein de la zone euro. Les taux de marge des entreprises françaises sont ainsi passés en quinze ans de 38% (moyenne historique et taux de marges actuel des entreprises allemandes, néerlandaises, anglaises, etc.) à 27% en 2015. Dans le même temps, les parts de marchés de produits manufacturés français en Europe sont passées de 18% à 12% tandis qu'un million d'emplois industriels en France étaient détruits en 15 ans **(1)**.

Sur la base de ce constat, il y a deux séries de réformes à envisager : les premières doivent simplement corriger les failles des dernières années et permettre une meilleure réaction qu'en 2009-2015 aux possibles crises. Ce sera l'objet du point suivant. Mais cette série de réformes ne peut garantir la survie de l'euro au-delà de la fin de la décennie 2020. Nous présenterons donc des réflexions plus poussées pour modifier la nature même de l'euro et le flexibiliser **(Partie 3)**.

## • **Les réformes financières : parfaire l'Acte unique et l'union bancaire et des marchés de capitaux**

---

Si les Européens ont été efficaces pour mettre en place un marché unique des biens et services, le capital lui a paradoxalement du mal à circuler en Europe. Quand la Grèce et le Portugal ont rencontré des difficultés, au-delà des rares transferts publics, nous avons vu peu d'entrepreneurs capables de saisir les opportunités et d'investir dans ces pays. Il y a aujourd'hui autant de marchés de capitaux que de pays en Europe. Nous proposons donc une série de mesures afin de favoriser l'émergence de ce marché européen de l'investissement et du financement.

•  
**(1)** Cette partie doit beaucoup à mes échanges avec mon ami, le physicien Didier Long.





L'Union bancaire est un chantier titanesque mais trop souvent présenté sous l'angle unique de l'industrie bancaire alors que ses implications nous concernent tous. Nous nous concentrons sur deux mesures phares qui joueront un rôle crucial lors de la prochaine crise financière.

Proposition 6 •

**Créer une vraie Union bancaire avec un mécanisme commun d'assurance des dépôts (la signature indestructible de l'Union européenne doit protéger tout dépôt sur un compte en Europe) et de restructuration des banques en cas de difficulté.**

La question des banques est néanmoins primordiale car l'Union européenne ne peut plus improviser comme lors de la crise de 2008 et ces mécanismes de résolution doivent être gravés dans le marbre afin de maintenir la confiance – encore vacillante – dans le système bancaire européen. Alors que les dirigeants européens finalisent les mécanismes de résolution de faillites des banques, ils devraient saisir l'opportunité d'étendre la mesure à toutes les entreprises en Europe.

Proposition 7 •

**Mettre en place un cadre commun de résolution des faillites et des difficultés des entreprises sur le modèle du chapitre 11 du *Bankruptcy Code* américain.**

L'Union européenne attire moins de capitaux que les États-Unis du fait de l'absence de mécanismes organisant *ex ante* les faillites. Cette question du crédit se pose non seulement lors de la défaillance, mais aussi lors de l'expansion de l'entreprise.

Proposition 8 •

**Créer un marché de capitaux de type *eurobonds* pour regrouper les placements privés nationaux actuels (Euro PP, *Schuldschein*) et des émissions thématiques européennes (*infrastructure bonds*, *green bonds*, etc.).**

Proposition 9 •

**Favoriser un mécanisme de financement des petites entreprises à l'échelle européenne, similaire à la SBA/SBIC américaines (*Small and medium size businesses lending facility*). Cette facilité serait étendue lors de crises et pourrait devenir le mécanisme contracyclique évoqué dans la proposition 5.**



De manière générale, dans le *policy mix* européen actuel, on sait que deux éléments n'ont pas bien fonctionné au cours des dernières années : les critères de Maastricht de gestion de la dette et des dépenses publiques, par trop rigides (rigidité venant se cumuler à celle de l'euro) et le rôle trop important de la BCE et de la politique monétaire qui a paru dédouaner les autres acteurs de toutes responsabilités. De là, les deux propositions suivantes.

Proposition 10 •

**Sortir des critères de Maastricht les budgets d'investissement publics pour retrouver de la flexibilité en cas de besoins contracycliques. Forcer les États à séparer dépenses d'investissement et de fonctionnement et les inciter, après une restructuration des dettes les faisant passer par exemple à 90% du PIB, à ne produire de déficit que sur la partie investissement accroissant la croissance.**

Ces nécessités immédiates montrent à quel point un changement de paradigme est nécessaire dans le *policy mix* européen.

Proposition 11 •

**Reconnaître les limites de la politique monétaire de la BCE et demander aux États de se concentrer sur les politiques budgétaires et fiscales.**

## Flexibiliser l'euro dans une Union européenne confédérale

Les réflexions qui précèdent montrent à quel point l'euro fut un projet bancal dès le début, du fait de nombreux défauts de conceptions et d'une hubris politique qui voulut imposer un cadre trop rigide à des économies extrêmement disparates à la fin des années 1990. Aujourd'hui, le coût d'un *Exit* généralisé serait dirimant : en plus de signaler l'échec définitif de la construction européenne politique (comment se remettre politiquement d'un tel revers ?), il générerait le chaos sur les marchés de crédit et de financement, surtout si un grand pays (France ou Allemagne) prenait l'initiative de se retirer unilatéralement de l'expérience.

Mais il est tout aussi évident que poursuivre dans la même voie condamnerait la zone euro à une faible croissance et peut-être à la lente déliquescence de la monnaie elle-même à un horizon de dix ans : les réformes proposées dans les deux parties précédentes ne permettraient alors, fondamentalement, que de gagner du temps. Dans cette dernière partie, nous nous concentrons sur les moyens de réintroduire de la souplesse, de la flexibilité, et de la prospérité dans le cadre européen, même si cela implique de revenir sur les caractéristiques initiales de l'euro.



## • Vers une convergence fiscale et sociale minimale

On l'a vu précédemment, l'hétérogénéité des économies européennes rendait difficile toute réelle coordination des politiques économiques. Par ailleurs, du fait des choix électoraux récents des opinions européennes, il est exclu de s'engager vers plus de fédéralisme.

Or, l'Union européenne actuelle s'apparente à une vaste zone de libre-échange à vingt-huit (bientôt à vingt-sept), avec une monnaie unique mais des normes fiscales et sociales très différentes. Les dirigeants européens se sont arc-boutés sur la question budgétaire depuis le traité de Maastricht tout en laissant perdurer une concurrence entre États de la zone euro sur les normes fiscales et sociales. Mais, raisonnablement, on ne peut maintenir longtemps dans un même espace à visée fédérale des pays ayant des fiscalités si divergentes. Il suffit de comparer la France avec les États d'Europe de l'Est ou même le Portugal : le Prélèvement forfaitaire unique (PFU) français, ou impôt sur le capital, à 30%, est de quinze points supérieurs à la moyenne dans ces pays.

Dès lors, il faut choisir : soit on impose une harmonisation fiscale et sociale pour éviter la concurrence au sein d'un marché unique, soit on recherche, plus modestement, une convergence suffisante pour rendre viable une zone de libre-échange entre des pays qui resteront très différents sans doute encore longtemps. C'est cette seconde voie qui est la plus réaliste. Nous recommandons donc de créer l'équivalent d'un serpent monétaire, cette fois-ci non pas pour les niveaux des monnaies, mais pour les taux d'imposition (capital et entreprises en particulier).

### Proposition 12 •

**Réduire la concurrence fiscale et sociale en Europe en créant une convergence minimale fiscale et sociale sous la forme de « bandes » (comme dans le serpent monétaire de 1972-1978). Pour la fiscalité du capital, serait fixé un objectif commun autour de 20%, avec une bande allant de 15 à 25% dans un premier temps. Les pays de la zone euro seraient incités à ramener leur fiscalité du capital vers 20% mais seraient tolérés un maximum de 25% et un minimum de 15%, avant de s'approcher, par bandes, d'un taux commun. En cas de succès sur la fiscalité du capital, on pourrait engager la même démarche pour la fiscalité des entreprises puis, plus tard, vers une *flat tax* commune pour l'impôt sur le revenu.**

Cette convergence est cruciale dans le domaine des entreprises et de l'épargne : la France a une fiscalité du capital (intérêts, dividendes, plus-values) et un impôt sur les sociétés supérieures de huit à dix points à ses partenaires européens. Le pouvoir actuel paraît revenir sur sa baisse programmée de l'IS alors que des baisses massives sont mises en œuvre partout en Europe.



## • Remettre l'euro à l'endroit en le rendant flexible

---

Le cadre rigide de l'euro a substitué aux anciennes dévaluations de monnaie en régime de changes flexibles une dévaluation par les salaires et la contraction du crédit. Ce cadre n'est pas propice à la croissance en l'absence de droits portables sur tout le territoire européen, d'un budget unique, d'un droit du travail unique – bref en l'absence d'un État européen unique se substituant aux souverainetés nationales. Cette solution n'étant ni souhaitable ni réaliste, nous pensons comme d'éminents économistes, tels Joseph Stiglitz, que des réformes pour remettre l'euro et la construction européenne sur le droit chemin sont possibles.

L'alternative serait de réintroduire un euro flexible, un système monétaire selon laquelle les États de la zone euro continueraient à utiliser l'euro domestiquement et dans leurs échanges inter-étatiques, mais dans ces derniers, un « euro grec », par exemple, ne s'échangerait pas en parité totale avec un « euro allemand ». Les différences persistantes entre les deux économies trouveraient leur chemin en des valorisations différentes : l'« euro grec » devenu faible soutiendrait les importations vers l'Allemagne, rééquilibrant les relations commerciales entre ces deux pays. Inconsciemment, dans le règlement des crises grecques, portugaises ou irlandaises, les Européens ont déjà mis en place des éléments de cet euro flexible. L'ambition de long terme de cet euro flexible (on peut aussi le qualifier de système de taux de changes multiples) pourrait *in fine*, après plusieurs décennies de convergence, aboutir à une pleine et complète union monétaire et monnaie unique...

En d'autres termes, les Européens ont échoué en inversant ce qui aurait dû être la séquence naturelle de formation de l'euro. Il n'est pas trop tard pour remettre le processus sur le droit chemin et faire ce que nous aurions dû plus progressivement et modestement faire en 1998.

## • Propositions de réformes structurelles pour accroître le dynamisme de la zone euro

---

Comment fonctionnerait cet euro flexible ou système de taux de changes multiples ? Nous reprenons ici la mécanique décrite par Joseph Stiglitz (1).

En premier lieu, les avancées technologiques (qui permettraient aujourd'hui une monnaie entièrement numérique pour les échanges internationaux) permettraient d'éviter la dictature du marché des changes comme dans les années 1990 avec l'ancien serpent monétaire européen. Dans ce nouveau système de changes flexibles intra-euros, l'État français par exemple remettrait à tout exportateur un certificat ou jeton symbolique d'exportation sous forme électronique, proportionnel à la valeur de ce qu'il souhaite exporter. Si en Allemagne un distributeur achète ce produit français, il devrait en plus du prix de la marchandise en euro commun payer un certificat ou jeton d'importation en « euro francs ». Il y aurait un marché libre de ces certificats, donc l'offre et la demande seraient égales ; et en égalisant la demande et l'offre des certificats, on équilibrerait automatiquement les comptes courants. La flexibilité (dévaluation

•  
(1) Joseph Stiglitz, *The Euro: how a common currency threatens the future of Europe*, op. cit.

ou surévaluation) ancienne serait reconstituée via ce marché de certificats. Non seulement on réintroduit de la flexibilité entre nations, mais ce relativement petit marché de certificats peut permettre aux États de plus ou moins mettre l'accent sur les importations ou les exportations en fonction de leurs buts commerciaux, par émission ou rachat/annulation de ces certificats. On retrouverait naturellement les ajustements anciens entre nations avec des niveaux de chômage, excédents en capitaux et inflation différents, sans remettre en cause la progressive constitution d'une monnaie unique.

Proposition 13 •

**Recréer un euro flexible en le couplant avec un marché des certificats d'importations et exportations (*trade chits market*), afin de recréer un système de changes flexibles. Les exportations et importations au sein de la zone euro seraient toujours en euros mais accompagnés d'échanges de certificats d'importation et d'exportation. De par l'équilibre de l'offre et de la demande sur ce nouveau marché et/ou leurs interventions volontaires (rachats ou ventes de certificats), les États retrouveraient l'équivalent de la flexibilité des anciennes dévaluations compétitives.**

Proposition 14 •

**Décourager les surplus d'épargne et de commerce extérieur qui déstabilisent l'Europe actuelle en augmentant les salaires et en menant des politiques fiscales expansionnistes dans les pays en surplus comme l'Allemagne.**

Proposition 15 •

**Favoriser la convergence européenne des productivités en investissant les surplus actuels dans la robotique, l'IA, le numérique et les infrastructures télécom et de transports.**

Alors que les prochaines échéances électorales européennes peinent à intéresser les citoyens de l'Union, la fabrique monétaire et financière du projet européen est en train de chanceler ; la politique monétaire actuelle de la BCE paraît peu efficace et avoir atteint une impasse, alors que l'euro pourrait être menacé dans son existence d'ici la fin de la prochaine décennie. Nous pensons cependant que ce diagnostic, lucide, peut susciter une véritable prise de conscience : la construction européenne, par volontarisme politique, a fait fi de la rationalité économique mais il n'est pas trop tard pour la remettre sur les rails. Pour ce faire, il faut radicalement changer tant les missions de la BCE que la nature de l'euro.

# Nos publications

- Vivre l'Europe
- Société et culture
- Enjeux internationaux
- Économie et compétitivité
- Immigration et intégration
- Institutions et vie politique

- Quelle contribution européenne face aux nouveaux défis de l'immigration ?** • Rapport, avril 2019
- Usage et force des symboles dans la stratégie de Daesh • L'exemple du drapeau** • Sophie de Peyret, mars 2019
- Politique française dans le golfe Arabo-persique : une nécessaire clarification** • Jean-Sylvestre Mongrenier, mars 2019
- Les origines économiques du mouvement des « gilets jaunes »** • Sébastien Laye, mars 2019
- Menace jihadiste : les États du golfe de Guinée au pied du mur** • Antonin Tisseron, disponible en anglais, mars 2019
- La démocratie en circuit court. Plaidoyer pour la réforme de l'État, la décentralisation et le RIP local** • Jean-Thomas Lesueur, février 2019
- Pour une école de la liberté et des responsabilités** • Rapport, février 2019
- La Chine e(s)t le monde. Essai sur la sino-mondialisation** • E. Dubois de Prisque et S. Boisseau du Rocher, éditions Odile Jacob, 2019
- Nigéria, les défis d'une puissance fragile mais incontournable** • David Vigneron, disponible en anglais, janvier 2019
- Les migrations de masse, le droit international et le « Pacte mondial » de l'ONU** • Jean-Thomas Lesueur, décembre 2018
- Intelligence artificielle et santé : 10 propositions anti-brouillard pour régulation éclairée** • Cyrille Dalmont, novembre 2018
- 2008-2018 : a-t-on retenu les leçons de la crise financière ?** • Sébastien Laye, septembre 2018
- Chine-Afrique : au-delà des intérêts économiques, l'indifférence réciproque** • Emmanuel Dubois de Prisque, septembre 2018
- Stabiliser le Moyen-Orient : acteurs, menaces, stratégies** • Jean-Sylvestre Mongrenier, disponible en anglais, juillet 2018
- La Pologne, acteur géostratégique émergent et puissance européenne** • Jean-Sylvestre Mongrenier, juin 2018
- Quelle politique migratoire pour la France ?** • Jean-Thomas Lesueur, mai 2018
- L'accord nucléaire iranien, la stratégie américaine et les illusions européennes** • Jean-Sylvestre Mongrenier, mai 2018
- Périal sur l'électricité belge** • Jean-Pierre Schaecken Willemaers, Bruxelles, Texquis, 2018
- Formation professionnelle : 6 propositions pour aller plus loin** • Michel Fourmy, avril 2018
- EU-Russia: Specific Co-operations or Global Partnership?** • Jean-Pierre Schaecken Willemaers, avril 2018
- La France a-t-elle besoin d'un deuxième porte-avions ?** • Jean-Sylvestre Mongrenier, 2<sup>e</sup> édition, avril 2018
- Brexit : quelles conséquences pour la puissance britannique ?** • Pierre-Alain Coffinier, disponible en anglais, avril 2018
- Le modèle scandinave est-il bon pour la France ?** • Sébastien Laye, février 2018
- Coopération structurée permanente : un étroit chemin vers une défense européenne** • Jean-Sylvestre Mongrenier, décembre 2017
- Stratégie américaine au Sahel : vers un tournant décisif ?** • Jérôme Pigné, novembre 2017
- XIXe congrès du Parti communiste chinois : le triomphe de la religion politique chinoise** • E. Dubois de Prisque, octobre 2017
- Revue stratégique : une « France forte » mais avec quels moyens ?** • Jean-Sylvestre Mongrenier, octobre 2017
- Macron et l'Europe : un volontarisme sans dessein ni méthode** • Jean-Sylvestre Mongrenier, septembre 2017
- L'utopie du tout renouvelable** • Jean-Pierre Schaecken Willemaers, Bruxelles, éditions de l'Académie royale de Belgique, 2017
- Les cinq scénarios du Brexit** • Pierre-Alain Coffinier, juillet 2017
- Gaullo-mitterrandisme ou néo-conservatisme : quelle diplomatie pour la France ?** • Jean-Sylvestre Mongrenier, juin 2017
- Législatives 2017 : les failles du programme économique de la « République en marche ! »** • Sébastien Laye, juin 2017
- L'Asie du Sud-Est et la tentation autoritaire : l'impact du modèle chinois** • Emmanuel Dubois de Prisque et Sophie Boisseau du Rocher, disponible en anglais, juin 2017
- Élections présidentielles 2017 : le comparateur de programmes** • En partenariat avec *Le Figaro*, février-mai 2017
- Les Européens : combien de divisions ?** • Note de Benchmarking, mai 2017
- Refonder la politique de lutte contre la pauvreté** • Rapport, avril 2017
- La France a-t-elle besoin d'un deuxième porte-avions ?** • Jean-Sylvestre Mongrenier, avril 2017
- Refonder la politique du handicap** • Cyrille Dalmont et Charles de Boissezon, mars 2017
- Pérenniser et développer les fondations en France** • Xavier Delsol, mars 2017
- Propositions pour refonder la politique migratoire française** • Jean-Thomas Lesueur, janvier 2017
- Réformer l'État pour gouverner la France** • Rapport, novembre 2016
- Pourquoi l'UE ne doit pas accorder le statut d'économie de marché à la Chine** • Emmanuel Dubois de Prisque, novembre 2016
- Primaires à droite : le comparateur de programmes** • En partenariat avec *Le Figaro*, octobre-novembre 2016
- L'enfant oublié. Propositions pour la famille de demain** • Elizabeth Montfort (dir.), Paris, éditions du Cerf, 2016
- Territoires et financement des entreprises** • Sébastien Laye, octobre 2016
- Chômage : le vrai bilan du quinquennat** • Edouard Michon, octobre 2016
- Le sommet de Bratislava et les défis géopolitiques de l'Europe** • Jean-Sylvestre Mongrenier, septembre 2016
- Réseaux électriques en Europe : quelles mutations ?** • Jean-Pierre Schaecken Willemaers, septembre 2016
- A quoi sert le G5 Sahel ?** • Antonin Tisseron, disponible en anglais, juillet 2016
- Loi Sapin 2 : un affaiblissement des intérêts des entreprises françaises** • Sébastien Laye, juillet 2016
- Existe-t-il un multiculturalisme à la française ?** • Note, juillet 2016

**Paris**

8, rue Monsigny, F-75 002 Paris  
Tel : +33 (0)1 49 49 03 30

**Bruxelles**

Avenue Walkiers, 45, B-1160 Bruxelles  
Tel : +32 (0)2 374 23 13

[www.institut-thomas-more.org](http://www.institut-thomas-more.org)  
[info@institut-thomas-more.org](mailto:info@institut-thomas-more.org)

Ce document est la propriété de l'Institut Thomas More asbl. Les propos et opinions exprimés dans ce document n'engagent que la responsabilité de l'auteur. Sa reproduction, partielle ou totale, est autorisée à deux conditions : obtenir l'accord formel de l'Institut Thomas More asbl et en faire apparaître lisiblement sa provenance.

© Institut Thomas More asbl, mai 2019

