

CINQ PROPOSITIONS POUR UNE CROISSANCE SOUTENABLE EN EUROPE

Christophe Blot, Jérôme Creel, Bruno Ducoudré, Raul Sampognaro, Xavier Timbeau, Sébastien Villemot

OFCE, Sciences Po

RÉSUMÉ

La sortie de la double crise de 2008 et de la crise des dettes souveraines se fait trop lentement pour espérer une résorption rapide du chômage et des principaux déséquilibres macroéconomiques (dettes publiques, dettes privées, système bancaire et balances courantes). Cela alimente des forces centrifuges à l'intérieur de la zone euro et de l'Union européenne dont le *Brexit* pourrait être un premier symptôme. Nous faisons cinq propositions pour sortir de l'entre-deux dans lequel se trouve l'Union européenne.

1. Sans opérer de transferts entre États membres, une règle d'or de l'investissement public permettrait de créer de la marge de manœuvre budgétaire dans tous les pays et permettrait d'accélérer la sortie de crise dans les pays qui connaissent un chômage élevé tout en construisant les actifs qui renforceront les bilans patrimoniaux des États.
2. Une coordination des leviers d'action sur les salaires (salaire minimum, assurance chômage, dévaluation fiscale) aurait comme objectif d'augmenter plus vite les salaires que la productivité dans les pays en surplus et moins vite dans les pays en déficit de la balance courante. Cette règle d'or symétrique des salaires pourrait aider à résorber les déséquilibres de balance courante.
3. Un choc sur le prix du carbone serait à même de provoquer une rupture dans la rentabilité des investissements dans la transition vers une économie zéro carbone. La question de la bonne allocation serait assurée par le signal prix, l'intervention publique se concentrant sur la compensation des perdants. Une taxe aux frontières permettrait de limiter les fuites de carbone. Un recyclage de la taxe carbone dans la baisse des impôts, dans des fonds d'aide à la transition, dans des dispositifs de tiers financeurs réduirait les pertes des détenteurs de capital brun. En allant au-delà du recyclage de la taxe carbone, on augmenterait l'acceptabilité politique et le stimulus à l'économie européenne.
4. Un règlement déterminé des créances douteuses favoriserait un assainissement pérenne des systèmes bancaires européens où plus de 1 000 milliards de créances douteuses sont identifiées, en particulier dans les pays en crise. C'est à la fois un facteur de paralysie et de divergence dans l'Union européenne. Les schémas de *bad bank* et de titrisation ont fait leur preuve pour réduire au minimum le coût de l'absorption de ces créances douteuses. En utilisant une architecture proche de celle du *Quantitative Easing* on peut confier la supervision du dispositif à une institution européenne (par exemple la BCE) sans impliquer de transferts entre États membres.
5. Pour assurer une coordination efficace, à la hauteur des déséquilibres existants, pour sortir du piège d'une vision à court terme de la stabilité des finances publiques, pour permettre un plein exercice de la souveraineté monétaire tout en limitant les transferts implicites ou explicites entre États membres, il faut renforcer la légitimité et clarifier les responsabilités des institutions européennes. Ceci demande de refonder le fonctionnement démocratique de l'Union que ce soit par un pouvoir accru du Parlement européen ou par une nouvelle chambre.

L'Europe et la zone euro ne parviennent à sortir de la crise de 2008 et de la crise des dettes souveraines que très mollement. Le chômage se réduit mais lentement. Le risque de déflation persiste et la Banque centrale européenne est contrainte de prolonger sa politique monétaire non conventionnelle. La faible inflation et la faible croissance reportent la résorption des dettes privées et publiques. Cette absence de reprise franche et le risque macroéconomique qu'elle crée entrent en résonance avec d'autres sources d'incertitudes. La persistance du chômage induit une montée des inégalités par la dégradation des revenus du bas de la distribution des revenus. La crise sociale est amplifiée par la crainte des conséquences de la crise des réfugiés. Le *Brexit* révèle une crise profonde de la construction européenne et accentue la possibilité d'un éclatement de l'euro que la crise grecque a ouverte. La montée des populismes peut faire basculer l'un ou l'autre des gouvernements de l'Union dans une stratégie de repli et de fermeture.

Pour échapper à cet entre-deux, une réponse systémique est nécessaire. Au-delà de la paix construite après la Seconde Guerre mondiale, la construction européenne est le niveau pertinent d'insertion de nos sociétés dans la mondialisation. Pour lutter efficacement contre l'évasion fiscale ou l'optimisation agressive, pour organiser l'échange d'informations bancaires, pour définir et appliquer les normes protectrices de la sécurité, de la santé ou de l'environnement ou pour peser sur les négociations internationales qui définissent les règles du commerce ou celles de l'environnement, l'Europe est un échelon essentiel. On ne peut imaginer une souveraineté monétaire réelle sans l'exercer à une échelle plus grande que celle d'économies aujourd'hui trop petites mais demain encore plus exposées. Mais la construction européenne et la monnaie unique n'ont pas apporté de façon suffisamment évidente la prospérité, la justice ou la sécurité promises. Un changement de politique est possible pour que l'Europe soit enfin, si ce n'est à nouveau, sur les rails d'un développement soutenable dans les dimensions sociale, environnementale, économique et financière. Nous faisons ici cinq propositions dans ce sens, en nous basant sur les travaux réalisés dans le cadre de l'*Independent Annual Growth Survey*. Réalisé par quatre institutions européennes dont l'OFCE, nous venons d'en publier la cinquième édition, l'*iAGS 2017*. Avant de détailler ces cinq propositions, nous précisons notre diagnostic sur l'état de l'économie européenne et de la zone euro.

AK, ECLM, IMK, OFCE, 2017, « The Elusive Recovery », *iAGS 2017 (Independent Annual Growth Survey)*, 5th Report. www.ofce.sciences-po.fr/pdf-articles/actu/iAGS-2017-The-elusive-recovery-25-11-2016.pdf

La reprise fuyante

Après la double récession de 2009 et 2012-2013, la zone euro s'est engagée sur un sentier de reprise à partir de 2014 poussée par des vents plus favorables. Les politiques budgétaires sont progressivement devenues moins restrictives et ont moins pesé sur la demande intérieure. Le soutien de la BCE s'est amplifié contribuant à la baisse des taux d'intérêt, la levée progressive des contraintes financières et la dépréciation de l'euro. La forte baisse du prix du pétrole est également venue apporter un soutien au pouvoir d'achat des ménages. Après une progression de 1,2 % en 2016, le PIB augmentait de 1,9 % en 2015 laissant espérer une résorption des déséquilibres macroéconomiques et sociaux accumulés entre 2008 et 2013. Si la reprise se poursuit en 2016, elle marque déjà le pas et ce mouvement se poursuivrait en 2017 et en 2018. Ce ralentissement anticipé de la croissance en zone euro induira une fermeture plus lente de l'écart de croissance et une baisse modérée du taux de chômage. Dans un contexte européen marqué par la perspective du *Brexit*, les vents favorables qui avaient permis d'amorcer la reprise vont faiblir (remontée du prix du pétrole, moindre baisse de l'euro), sans qu'aucune stratégie macroéconomique ne vienne prendre le relais et entretenir la dynamique de croissance (tableau 1).

Tableau 1. Décomposition des prévisions à court terme pour la zone euro

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Croissance du PIB	2,0	1,6	-0,9	-0,2	1,2	1,9	1,6	1,4	1,3
Effet sur la croissance du PIB du...									
Prix du pétrole	0,0	-0,3	-0,2	0,0	0,1	0,5	0,3	0,0	-0,1
Compétitivité-prix	0,4	0,4	0,5	0,1	-0,2	0,4	0,3	0,2	0,1
Conditions financières	-0,2	0,0	-0,6	-0,4	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,1
Politique budgétaire	-0,2	-1,2	-2,2	-1,2	-0,5	-0,3	0,0	0,0	-0,2
Ralentissement du commerce dans les pays émergents	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Brexit	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0
Acquis	0,2	0,5	-1,1	-0,3	0,8	0,1	0,1	0,0	-0,1
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Impact total	0,2	-0,6	-3,6	-1,8	0,1	0,5	0,4	0,1	-0,3
Croissance hors chocs	1,9	2,2	2,7	1,5	1,1	1,5	1,3	1,3	1,6
Croissance potentielle	0,9	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Écart de croissance*	-2,1	-1,4	-3,1	-4,1	-3,8	-2,8	-2,1	-1,5	-1,1

* L'écart de production est la différence entre le niveau effectif du PIB et le PIB potentiel.

Source : AMECO, calculs et prévisions iAGS 2017.

Un policy-mix en deçà de l'enjeu de la stagnation séculaire

Au cours de l'été 2012, l'intervention de la BCE et de Mario Draghi (le fameux «*whatever it takes*») a marqué un tournant dans la conception de l'Union, ouvrant la voie à une solidarité limitée entre les États membres, tout en permettant de résoudre temporairement la crise des dettes souveraines.

Ce changement de doctrine s'est effectué en contrepartie d'un assainissement budgétaire forcé. La politique budgétaire a eu un impact fortement négatif de 2011 à 2013 (voir le tableau 1), ce qui a contribué à l'aggravation de la crise. La consolidation précoce a été une erreur. L'austérité-panique¹ face aux menaces de sanctions par les marchés financiers ne rétablit pas la confiance et ne peut qu'approfondir et diffuser la récession. Comme nous l'avons analysé dans les précédents iAGS, la réduction du déficit budgétaire en présence de multiplicateurs budgétaires élevés est inefficace. Une meilleure approche aurait été de retarder l'ajustement budgétaire, dès lors que la contrainte intertemporelle des États était assurée.

La politique budgétaire a cessé d'être restrictive dans la zone euro en 2015. La Commission Juncker a pris note de la situation inquiétante et a proposé en 2015 un plan pour stimuler l'investissement privé dans l'UE, témoignant d'une prise de conscience sur la nécessité d'une action concertée en faveur de l'investissement. Il en résulte une nouvelle doctrine selon laquelle il faut une relance à l'échelle de la zone euro pour échapper au piège de la stagnation séculaire. Le Plan Juncker a échoué sur les deux aspects. Son impact a été globalement positif, mais ni la stimulation nécessaire à court terme ni l'augmentation de la croissance potentielle à long terme ne se produiront dans la forme actuelle du plan. La raison en est que, au fond, le Plan Juncker est une réduction additionnelle du taux d'intérêt. Le Plan Juncker doit être compris comme une assurance supplémentaire sur les projets d'investissement, mais pas comme un outil pour renverser la logique de la stagnation séculaire.

Le ralentissement de la croissance du PIB signifie que les flux monétaires futurs ne vont pas alléger le poids des dettes (publiques et privées) comme cela a été le cas après

1.

« Panic-driven austerity » pour reprendre l'expression utilisée par Paul De Grauwe et Yuemei Ji (2013). Voir <http://voxeu.org/article/panic-driven-austerity-eurozone-and-its-implications>.

la Seconde Guerre mondiale. La croissance potentielle ralentit, en partie en raison de la crise de 2008. Les analyses empiriques historiques confirment que les crises financières et bancaires ont tendance à avoir un impact persistant sur la croissance. La productivité totale des facteurs croît moins qu'auparavant et moins en zone euro qu'aux États-Unis (tableau 2). Cette situation pourrait suggérer une tendance longue de l'évolution de la productivité, alimentant l'hypothèse de stagnation séculaire à la Gordon et ravivant l'analyse autour de la fin de la dynamique du capitalisme. Larry Summers propose néanmoins une vision alternative de l'hypothèse de stagnation séculaire qui ne trouverait pas son origine dans l'épuisement de la productivité mais dans l'incapacité des économies à stimuler l'investissement. Il revient alors à la puissance publique de créer les conditions favorables à l'investissement par des mécanismes incitatifs mais aussi par des programmes d'investissement public.

Tableau 2. Croissance de la productivité totale des facteurs

	1987-1997	1997-2007	2007-2016	2012-2016
États-Unis	0,9	1,2	0,6	0,5
Royaume-Uni	0,8	0,8	-0,2	0,4
Zone euro à 11	0,9	0,5	-0,1	0,3
Allemagne	0,8	0,8	0,2	0,5
France	1,0	0,8	0,1	0,4
Italie	1,1	-0,1	-0,7	0,1
Espagne	0,2	-0,7	-0,3	0,1
Pays-Bas	0,3	0,7	-0,3	0,5
Belgique	0,8	0,9	-0,1	0,1
Autriche	0,8	1,1	-0,4	-0,2
Irlande	3,0	1,5	0,6	1,6
Finlande	1,3	2,0	-0,6	0,1
Portugal	1,0	-1,0	-0,6	0,4
Grèce	1,7	1,8	-2,5	-0,6

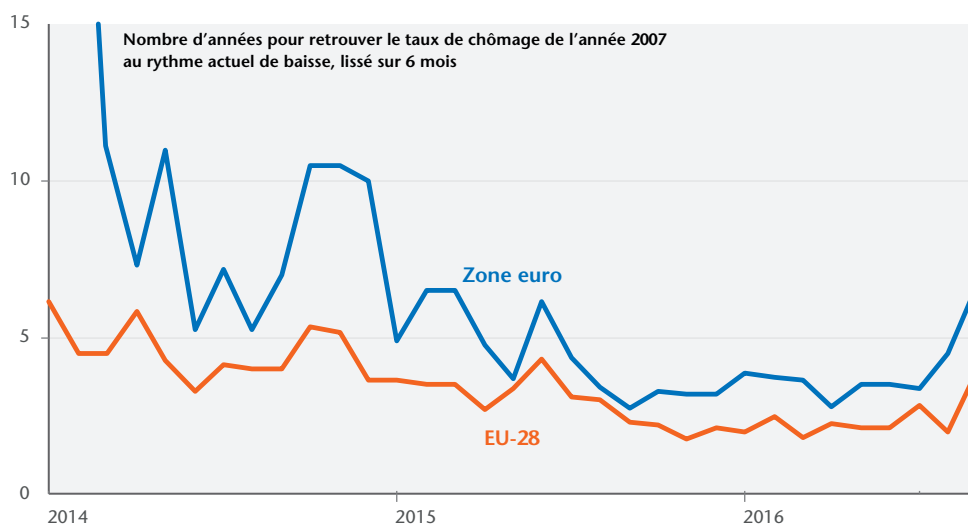
Note : La PTF est définie comme le taux de croissance du PIB moins la croissance des facteurs de production pondérés par leur part dans le PIB. Le travail (non corrigé pour le capital humain) et le capital non résidentiel sont pris en compte. Taux de croissance annuel moyen en %/an.

Source : Perspectives économiques de l'OCDE 99, calculs iAGS.

L'affaiblissement de la croissance, s'il devait perdurer, aurait de graves conséquences. Le chômage et la profonde crise sociale qui caractérisent la zone euro ne sauraient être résorbés dans ce contexte. Après le pic de 2013, le chômage a commencé à diminuer. Mais compte tenu du rythme actuel de la réduction du chômage, il faudra 7 ans pour revenir au taux de chômage de 2007 (graphique 1).

En outre, la persistance d'un chômage élevé se traduit par un ajustement salarial renforcé par la doctrine préconisant la mise en œuvre de réformes structurelles sur le marché du travail. Les inégalités au bas de la distribution des revenus et la pauvreté se développent. Ce levier de l'ajustement des salaires est fortement mobilisé dans certains pays, comme l'Espagne, où la part des salaires dans la valeur ajoutée totale a nettement diminué. Si cet ajustement conduit également à réduire le déséquilibre interne des comptes courants, il le fait principalement en baissant les importations. Cette situation nourrit la désinflation et pourrait augurer de la déflation, enfermant la zone euro dans un piège de faible croissance et de faible inflation.

Graphique 1. Rythme de la réduction du chômage



Source : Eurostat, données mensuelles sur le chômage, calculs iAGS.

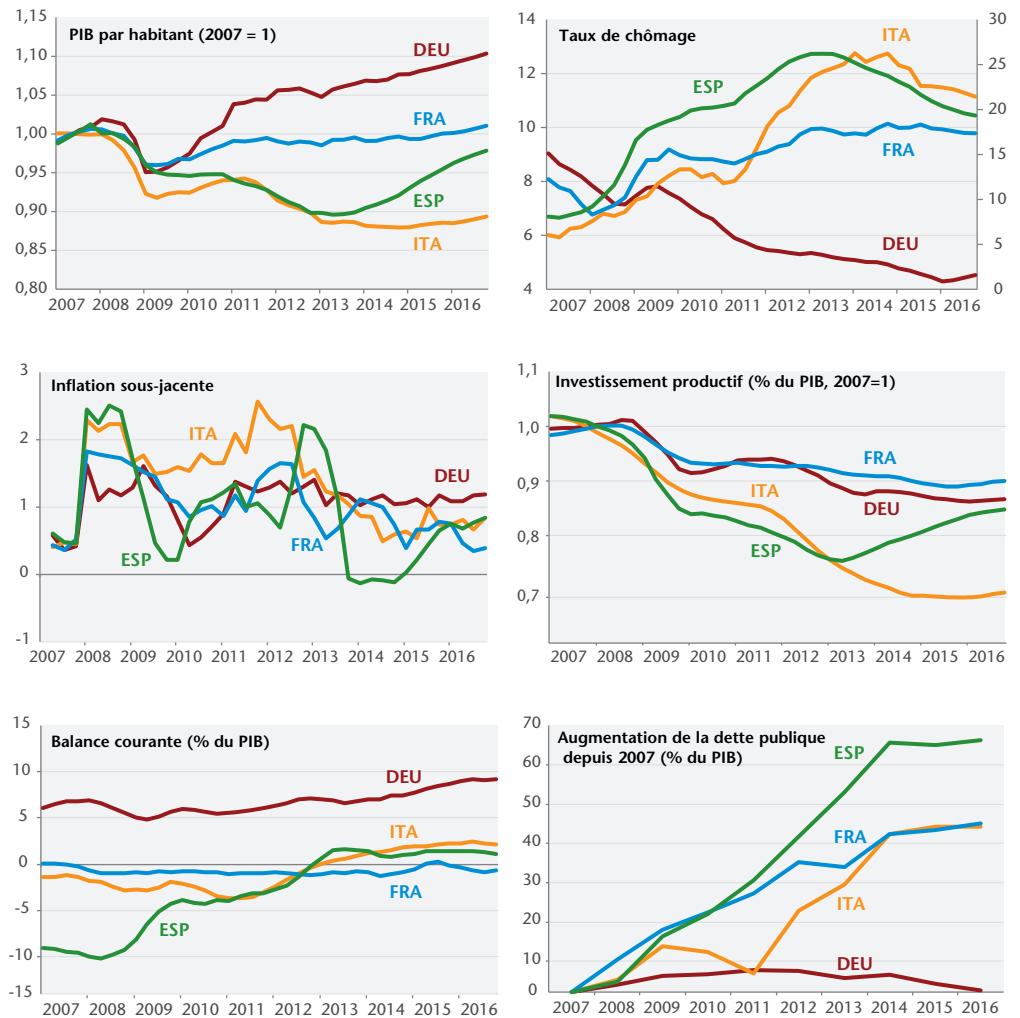
La sous-performance de la zone euro et le risque d'appréciation de l'euro

La faiblesse des performances de croissance de la zone euro par rapport à des économies comparables et la stratégie de désinflation compétitive par un ajustement des salaires dans l'ensemble des pays se traduisent par un excédent croissant de la balance courante (3,8 % du PIB de la zone euro, soit 394 milliards d'euros en 2015). Ce surplus indique que, globalement, la zone euro épargne et accumule des actifs libellés en devises. Cela signifie également que lorsque la politique monétaire se normalisera, et si l'excédent du compte courant n'est pas réduit, l'appréciation de l'euro sera inévitable. Les actifs accumulés avec un euro sous-évalué perdront de leur valeur. L'appréciation de l'euro (en termes effectifs) amplifiera les forces centrifuges en jeu dans la zone euro, ouvrant la voie à de nouveaux conflits d'intérêts sur la politique monétaire.

La zone euro a certes réussi à stabiliser plus rapidement et à un niveau plus bas sa dette publique que les États-Unis et le Royaume-Uni, et elle a accumulé des excédents extérieurs, épargnant plus qu'elle ne dépense. Les États-Unis et le Royaume-Uni ont fait un choix différent, plus pragmatiques en matière de déficits publics et de dette, attirant ainsi l'épargne des pays excédentaires pour récupérer plus rapidement de la crise de 2008. Bien sûr, ni les États-Unis ni le Royaume-Uni n'ont dû souffrir de la crise de la dette de l'euro parce que leurs banques centrales, préservées des complexités institutionnelles de la zone euro, ont joué leur rôle pleinement et ont déclenché plus efficacement et plus tôt des politiques non conventionnelles. Investissements publics et privés productifs aux États-Unis et au Royaume-Uni ont pu reprendre, créant ainsi les fondements de la prospérité future.

Enfin, comme le montrent les données du graphique 2, la divergence s'accroît à l'intérieur de la zone euro. La divergence entre les États membres signifie que l'exposition aux chocs futurs sera elle aussi différenciée. Cela suggère également que les mécanismes de marché et les appels aux réformes structurelles ne sont qu'un moyen de correction marginal et qu'il faut des choix de politique économique spécifiques pour assurer la convergence et le rééquilibrage des comptes courants à l'intérieur de la zone euro.

Graphique 2. Évolution de l'économie des plus grands pays de la zone euro



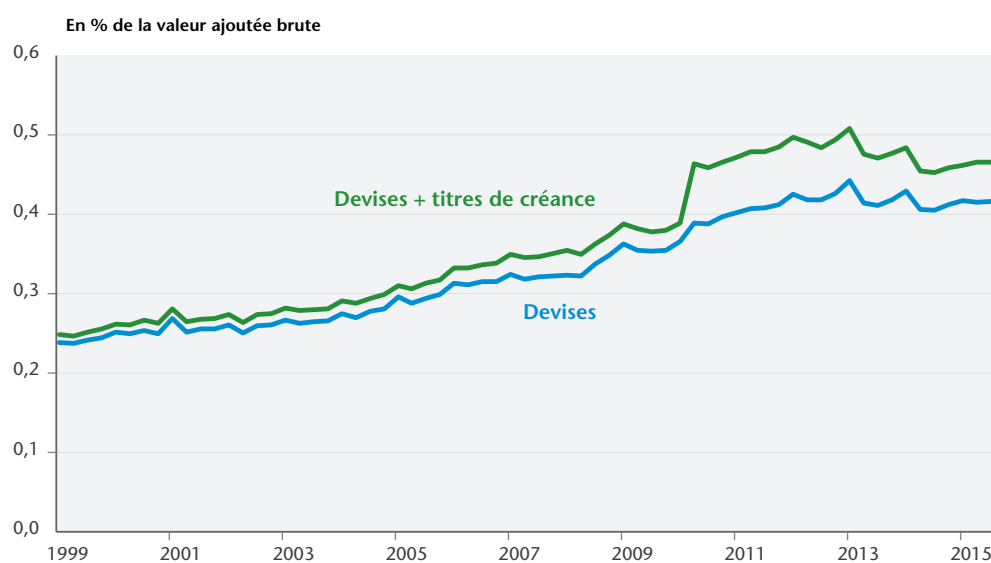
Source : OECD Economic Outlook 99, calculs iAGS 2017.

De multiples sources d'incertitudes

L'investissement ne s'accélère pas malgré la liquidité abondante, les faibles taux d'intérêt et l'assurance contre le risque offerte par le Plan Juncker. Les entreprises détiennent des liquidités (près d'une demi-année de valeur ajoutée comme le montre le graphique 3). Le désendettement a été réalisé et la dette publique est stabilisée mais la confiance n'est pas revenue. Le paradoxe de l'épargne à l'échelle d'un continent se poursuit.

La baisse des taux d'intérêt ne stimule pas l'investissement parce que l'incertitude est multidimensionnelle et n'est pas causée simplement par des considérations financières. Nous pouvons identifier au moins cinq sources d'incertitudes : (1) une crise sociale ; (2) une crise politique avec la montée des partis populistes et souverains, étroitement liée à la crise sociale, mais aussi à l'impuissance des institutions actuelles pour sortir de la crise. La crise des migrants fait des étrangers des boucs émissaires et conduit à blâmer les élites nationales ; (3) une crise de foi dans la construction européenne, dont le *Brexit* a démontré l'ampleur, allant de l'insatisfaction face à une démocratie transnationale dysfonctionnelle à la douloureuse réouverture de la discussion sur la taille optimale de la zone euro ; (4) une question macroéconomique, la possibilité

Graphique 3. Espèces détenues par des sociétés non financières



Source : BCE, Comptes financiers trimestriels.

d'une stagnation séculaire, où l'échec de la coordination entre agents économiques se traduit par une déflation et une croissance atone ; (5) enfin, 9 ans après le début de la crise bancaire et financière, un problème bancaire en cours et une Union bancaire qui n'est pas en mesure d'assainir le bilan des banques et qui empêche les États membres de le faire eux-mêmes.

Une telle incertitude polymorphe nécessite une réponse politique complète. La réponse n'est pas seulement économique : elle doit être systémique.

Cinq propositions pour une croissance soutenable

Proposition 1 : L'adoption d'une règle d'or des finances publiques

La reprise de l'activité économique dans la zone euro réclame l'adoption de nouvelles politiques économiques et de nouvelles règles européennes. La politique de rachats d'actifs par la BCE, bien qu'ayant été prolongée jusqu'à fin 2017, est en passe d'atteindre ses limites. La faiblesse de l'investissement n'est pas due à des conditions trop strictes de crédit, que la BCE cherche à assouplir, mais à un niveau de demande trop faible, sur laquelle la politique monétaire non conventionnelle n'agit pas directement. Les effets complémentaires sur l'investissement privé à attendre d'un nouveau cycle d'assouplissement quantitatif semblent donc très faibles.

La politique monétaire devrait donc être complétée par des politiques budgétaires actives et coordonnées. Il faut pour cela modifier les règles budgétaires européennes en vigueur. La flexibilité dans l'application des règles budgétaires admise depuis février 2016 n'est en effet pas suffisante pour empêcher ces règles d'être pro-cycliques (lorsque l'austérité budgétaire s'impose en phase de récession économique). La raison en est que la flexibilité n'est applicable que dans le cadre du volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance, c'est-à-dire dans la phase de retour vers l'équilibre budgétaire, et selon des conditions très strictes et pour un gain faible en termes de marges de manœuvre budgétaires. À titre d'exemple, un pays qui dispose d'une dette au-delà de 60 % du PIB, qui subit une récession et dont le PIB s'écarte de son potentiel d'au moins 4 % pourra prétendre à une marge de manœuvre de 0,5 % du PIB dans sa trajectoire

de retour à l'équilibre de ses finances publiques. Un pays qui connaîtrait une telle déroute aurait vraisemblablement un déficit excessif qui le ferait passer du volet préventif du Pacte à son volet répressif ; il serait donc en dehors du domaine d'application de la flexibilité du Pacte et se verrait imposer les règles budgétaires en vigueur : il devrait mener une politique d'austérité budgétaire en période de crise, en réduisant de 0,5 point de PIB chaque année son déficit structurel.

Les règles budgétaires européennes ne sont pas seulement pro-cycliques et insuffisamment flexibles, mais elles sont aussi à l'origine d'une chute de l'investissement public. Celui-ci a en effet toujours souffert de manière disproportionnée des politiques d'austérité, en l'absence de dispositions spéciales pour le protéger. À titre d'exemple, l'investissement public net a été négatif en 2015 dans la zone euro, ce qui signifie que l'amortissement du capital public a été supérieur à l'investissement brut réalisé, donc que le stock de capital public a diminué.

Le Plan Juncker d'investissement public a certes pris la mesure de ce biais anti-investissement public des périodes d'austérité budgétaire, mais en partie seulement. D'une part, il n'a pas vertu à être pérennisé et ne répond donc pas au défaut permanent des règles budgétaires européennes. D'autre part, si son effet est globalement positif, il est sous-dimensionné. Avec ses 30 milliards d'euros de garanties complémentaires et de recapitalisation de la BEI, y compris sa phase II, il est incapable d'engendrer la stimulation de la demande nécessaire à court terme et une augmentation de la croissance potentielle à long terme dans l'Union européenne.

Une augmentation de l'investissement public d'une toute autre ampleur est nécessaire pour que se matérialise une amélioration de la croissance potentielle par des niveaux de productivité plus élevés et l'accumulation d'actifs qui assurerait en outre la soutenabilité des dettes publiques et des systèmes de retraite. Une telle augmentation est dans une certaine mesure possible, même en vertu des règles budgétaires actuelles, pourvu que l'horizon de la contrainte budgétaire s'allonge. Les marges de manœuvre budgétaires ne sont pas les mêmes, en effet, selon que le déficit public doit passer sous la barre des 3 % du PIB en 3, 5 ou 10 ans. Une règle d'or pour l'investissement public est un moyen d'allonger cette contrainte temporelle. La règle d'or est un concept traditionnel de finances publiques qui déduit l'investissement public net du solde public et du déficit structurel, de sorte que l'investissement public net est financé par la dette publique. Sous couvert d'une gestion efficace de l'investissement public, un gain de croissance potentielle est tout à fait envisageable.

La littérature académique² s'accorde sur une élasticité autour de 0,1 entre le stock de capital public et le niveau de l'activité potentielle. Cela reste vrai avec des catégories plus immatérielles comme le capital humain. Cela signifie qu'une augmentation permanente de l'investissement public de 0,1 % du PIB par an, avec une durée de vie de 20 ans de l'investissement, augmenterait le stock de capital public à long terme de 2 % et le PIB potentiel de 0,2 % par an. Si l'on ajoute à ce mécanisme de long terme un report de la phase de consolidation budgétaire, sous l'hypothèse désormais consensuelle d'un multiplicateur budgétaire d'autant plus élevé que les taux d'intérêt sont bas et le chômage élevé, l'augmentation permanente de 0,1 % du PIB par an de l'investissement public pendant 20 ans produirait une hausse du ratio de dette publique sur PIB de 1 point, à 61 % du PIB en 2035, tout en engendrant une augmentation de l'actif public net de 0,6 % du PIB en 2035. Cet impact important -1 point de PIB de dette publique étant synonyme d'1,6 point de PIB d'actif public brut supplémentaire – mérite certainement que les Européens s'accordent à adopter une telle règle d'or des finances publiques qui permettrait de retrouver le chemin de la prospérité sans impliquer de transferts massifs entre États membres.

2.

Bom et Ligthart (*Journal of Economic Surveys*, 2014) en font une revue récente.

Proposition 2 : Réduire les déséquilibres de balance courante

La crise des dettes souveraines a montré que les dettes publiques n'étaient pas nécessairement l'épicentre de la crise mais plutôt un symptôme de déséquilibres macroéconomiques plus globaux. Cette prise de conscience est à l'origine d'une évolution de la gouvernance européenne qui n'est depuis 2012 plus uniquement centrée sur la question de la soutenabilité des finances publiques. La procédure de déséquilibre macroéconomique est au cœur de cette approche. Elle vise à partir d'un large ensemble d'indicateurs à faire ressortir les risques macroéconomiques potentiels. Considérant que les déséquilibres de compte courant observés entre 2000 et 2007 ont largement contribué à la crise de la zone euro, une attention particulière est portée à la compétitivité et aux soldes courants dans la procédure pour déséquilibres macroéconomiques. Alors qu'en 2007, le solde courant de la zone euro était proche de l'équilibre (+0,2 %), il n'a cessé de s'améliorer depuis et notamment à partir de 2012. Cette situation résulte cependant d'une réduction asymétrique des déséquilibres. Alors que les déficits courants de l'Italie, l'Espagne, la Grèce ou le Portugal se sont réduits, voire résorbés, l'Allemagne et les Pays-Bas ont maintenu ou accru leur excédent courant. En Allemagne, l'excédent courant pour 2015 dépasse 260 milliards d'euros, soit 8,6 % du PIB contre 5,4 % en 2010. Cette asymétrie entre pays en excédent et en déficit est de fait inscrite dans la procédure de déséquilibre macroéconomique puisqu'un déficit de 4 % du solde courant peut être perçu comme excessif alors que l'excédent doit dépasser 6 % pour être perçu comme excessif. En outre, selon d'autres indicateurs de ce tableau de bord, seules des pertes de parts de marché à l'exportation, ou une augmentation des coûts unitaires du travail ou du taux de change effectif réel peuvent être perçues comme reflétant un déséquilibre macroéconomique.

Aussi, pour réduire l'excès d'épargne de la zone euro (ou de façon symétrique, l'insuffisance d'investissement) et le risque induit d'appréciation de l'euro, il est nécessaire de rendre la procédure de déséquilibre macroéconomique plus symétrique. À cette fin, les politiques de relance et d'inflation salariale doivent être encouragées dans les pays où les excédents courants sont élevés. Une valeur inférieure devrait être introduite pour l'indicateur de croissance du coût unitaire nominal du travail ainsi que du taux de change effectif réel. La même valeur absolue devrait être utilisée pour les seuils supérieurs et inférieurs du compte courant. Si un déficit courant élevé est effectivement le marqueur d'un risque de surchauffe ou d'un déséquilibre financier, un excédent traduit aussi une dynamique de la demande insuffisante. Le tableau de bord cache le fait que certains déséquilibres sont liés, non seulement à l'intérieur d'un pays mais aussi entre les pays membres de l'Union européenne. Les déficits courants des uns sont nécessairement les excédents des autres. Au sein d'une zone économique intégrée, les déséquilibres de chaque pays peuvent correspondre à des déséquilibres intra-zone et donc à une mauvaise coordination. Ainsi, il faut avoir une vision d'ensemble de la zone euro afin de mettre en place un *policy mix* optimal.

En effet, si presque tous les pays de la zone euro ont affiché un excédent du compte courant en 2015, cela ne signifie pas que les déséquilibres commerciaux internes à la zone ont disparu. L'amélioration des comptes courants dans les pays du Sud s'explique en grande partie par la compression de la demande intérieure à la suite des politiques d'austérité, et pas tellement par une amélioration durable de la compétitivité qui pousse les exportations. Le redémarrage de la demande interne, qui sera nécessaire pour atténuer le chômage, risque donc de creuser de nouveau les déficits. À l'inverse, de nombreux pays du Nord, et en particulier l'Allemagne, disposent d'énormes excédents courants qui pourraient conduire à une appréciation de l'euro, avec des conséquences négatives sur la compétitivité de tous les pays de la zone euro. Des ajustements

tements nominaux substantiels sont donc encore nécessaires pour corriger les déséquilibres internes à la zone euro. Il est par ailleurs important que ces ajustements soient réalisés de manière symétrique, c'est-à-dire que les pays du Nord y prennent leur part.

La reconvergence de la zone euro pourrait se faire à travers deux piliers : l'un, nominal – par le biais d'une règle d'or des salaires –, et l'autre, structurel.

La règle d'or des salaires établit que les salaires nominaux augmentent au rythme de la productivité domestique, augmentée de l'objectif d'inflation de la BCE de 2 %. À court terme, cette règle devrait être amendée afin de corriger les déséquilibres nominaux existants : les salaires devraient ainsi augmenter plus vite que ce que préconise la règle dans le Nord, et plus lentement dans le Sud. Différents outils peuvent être mobilisés afin de mettre en œuvre cette politique salariale coordonnée : la généralisation des minima salariaux et la coordination entre pays à propos de leurs augmentations, un certain degré de recentralisation des négociations salariales, la généralisation des conventions collectives. D'autres outils relatifs à l'évolution des coûts salariaux indirects pourraient également être mobilisés.

Parallèlement, le volant structurel de la stratégie de correction des déséquilibres reposerait sur des politiques conduisant à la convergence des capacités productives et des niveaux de vie. Dans le Sud, des investissements sont nécessaires dans les capacités d'exportation afin d'augmenter la productivité et la compétitivité hors-coût, ainsi que dans la production d'énergie se substituant aux importations, en tirant parti au mieux des avantages comparatifs.

Plus fondamentalement, la correction des déséquilibres de compte courant rend plus difficile pour les pays déficitaires la stabilisation de la dette et le plein emploi, en raison de l'effet déflationniste associé à une stratégie de désinflation compétitive et de la hausse subséquente du taux d'intérêt réel. Sur le plan de la procédure, l'objectif de réduction des déséquilibres du compte courant ne peut être considéré indépendamment des autres objectifs : réduction de la dette publique et du taux de chômage. À l'échelle de la zone euro, une mauvaise coordination peut non seulement dégrader les perspectives de croissance mais aussi conduire à un sous-ajustement de l'inflation par rapport à la cible de la BCE. Pour résoudre les conflits d'objectifs, une meilleure coordination entre pays est nécessaire. Écarter le risque d'appréciation de l'euro suppose de réduire l'excès d'épargne de la zone euro et donc d'utiliser pleinement l'espace budgétaire dans tous les pays. Afin d'écarter le risque déflationniste dans les pays en déficit et de permettre à la BCE d'atteindre son objectif d'inflation à 2 % sur l'ensemble de la zone euro, un ajustement plus symétrique des comptes courants est nécessaire. Ceci implique en particulier d'accepter une inflation supérieure à 2 % dans les pays en excédent.

Proposition 3 : Un « choc » prix du carbone

Comme on l'a vu, un plan d'investissement massif est nécessaire pour sortir de la crise et cela peut (doit) se faire en investissant dans l'avenir sans pour autant gaspiller des ressources par des investissements inefficaces. Ce plan d'investissement devrait viser à maximiser à la fois son impact à court terme sur l'activité et ses effets à long terme sur la soutenabilité de la croissance européenne et la réduction des émissions de carbone, notamment en ce qui concerne les objectifs officiels de l'UE tels que l'objectif 20-20-20. Cela implique que l'investissement dans des infrastructures traditionnelles polluantes devrait être évité, car il maintient l'économie européenne sur une voie de développement non durable qui devient de plus en plus difficile à inverser. Cette irré-

versibilité des investissements dans les infrastructures fait ainsi de l'énergie un secteur hautement prioritaire.

Par ailleurs, pour stimuler les investissements à court et à long terme, il ne suffit pas d'injecter des fonds publics et de tenter d'obtenir le plus fort effet de levier possible sur les investissements privés, à la manière du Plan Juncker. En plus de la stratégie *push* (mettre de l'argent frais dans un « pipeline » financier adapté), tout plan européen d'investissement devrait adopter une stratégie d'attraction complémentaire (attirer des financements hors « pipeline »).

Comme nous l'avons proposé dans l'*iAGS* 2015, la mise en place d'un ou plusieurs prix du carbone (par le biais d'une taxe ou du Système d'échange de quotas d'émissions) serait une façon de rendre un grand nombre de projets d'investissement très rentables, tout en réduisant l'apport de fonds publics. Dans un cadre réglementaire adéquat, les mécanismes de marché assureraient une bonne répartition des financements, apportant une réponse aux besoins de lutte contre le changement climatique. Plus précisément, en modifiant les prix relatifs des différentes sources d'énergie, la mise en place d'un prix du carbone stimulerait l'investissement *via* la dépréciation accélérée du capital existant fortement consommateur d'énergie et de carbone. Cela améliorerait également la rentabilité, donc la demande de projets s'inscrivant dans cette démarche de transition énergétique. Nous soutenons l'idée qu'un « choc fiscal du carbone » permettrait de maximiser cet effet sur l'investissement en fixant instantanément le prix du carbone à un niveau relativement élevé au lieu de suivre une augmentation progressive au fil du temps.

La seule contrepartie, de taille, à un choc sur le prix du carbone est qu'il créera de nombreux perdants, des ménages exposés aux propriétaires de capitaux polluants. Une taxe carbone aux frontières pourrait répondre à la question de la compétitivité. Dès lors, un régime d'indemnisation généreux (au-delà de la redistribution des recettes tirées des prix du carbone, des taxes ou du Système d'échange de quotas d'émissions de l'UE) donnerait un coup de pouce à court terme en complétant les mesures de relance. Ainsi, avec un prix de la tonne de CO₂ à 100 € combiné à une taxe carbone aux frontières et un régime d'indemnisation, les effets à attendre s'élèveraient à +1,1 point de PIB à 5 ans pour l'UE, ainsi qu'une réduction des émissions de CO₂ de 7 à 20 % selon le type d'énergie fossile. Par ailleurs, la surcompensation, en rendant la tarification du carbone acceptable et moins coûteuse pour les agents économiques, constituerait en soi un investissement dans la transition énergétique.

Proposition 4 : création d'une bad bank pour résoudre le problème des créances douteuses

Presque une décennie après le début de la crise bancaire et financière, la fragilité du système bancaire européen reste prégnante. La mise en place de l'Union bancaire s'est avérée incapable d'assainir le bilan des banques et empêche les États de le faire eux-mêmes. Cette fragilité, particulièrement patente dans les pays les plus affectés par la crise (comme la Grèce ou l'Italie) touche aussi le cœur de la zone euro comme le montrent les tensions récurrentes sur certaines banques allemandes. Tant que le doute sur la qualité du bilan du système bancaire n'est pas levé, il sera difficile d'envisager une reprise franche de l'activité. Ceci est d'autant plus vrai que l'Union européenne entrera dans une phase de turbulences politiques alors que la montée des inégalités peut se transformer en crise sociale.

Fin 2015, les crédits non performants détenus par les banques de la zone euro ont atteint 1 132 milliards d'euros dont seulement 559 milliards ont été provisionnés par les banques. Ceci est d'autant plus inquiétant que les risques sont concentrés dans certains

pays, en premier lieu l'Italie (325 milliards d'euros). Néanmoins, cette concentration des risques ne doit pas laisser penser que le problème est exclusivement national. Compte tenu des interconnexions entre les banques, une faillite bancaire, notamment d'une banque systémique, serait particulièrement grave pour l'ensemble des Etats membres. Le déclenchement d'une nouvelle crise financière majeure peut aller jusqu'à remettre en cause la viabilité de l'union monétaire.

Dans ce contexte, la résolution du problème des créances douteuses devient urgente. Parmi la palette des solutions deux options sont mises en avant. La première consiste à concentrer ces actifs dans des institutions spécialisées dans la gestion de ces portefeuilles à haut risque (*bad banks*). Ceci permettrait de soulager les banques de leurs actifs toxiques et de rétablir leurs ratios de solvabilité. La valorisation fixée pour la sortie de ces créances douteuses des bilans est difficile à établir car leur marché est, par définition, peu liquide. Ce paramètre est déterminant pour la viabilité de la banque assainie (car il fixera l'ampleur des moins-values à inscrire dans les comptes) mais aussi pour fixer le montant de capital nécessaire pour créer la *bad bank*. Pour pallier ce problème, l'autre solution consiste à titriser les prêts non performants de façon à mutualiser les risques et valoriser ces titres dans un nouveau marché secondaire.

3. Pour plus de détails sur les avantages et défauts des deux alternatives, voir le chapitre 5 de *IAGS 2017*.

La première solution semble la mieux adaptée à la situation européenne actuelle³. La gestion par une entité spécialisée, avec un horizon de rentabilité long, devrait permettre de mieux préserver la valeur de l'actif en évitant les liquidations rapides. Par ailleurs, la crise des *subprime* a montré que la titrisation, si elle n'est pas correctement organisée et transparente, peut renforcer l'instabilité financière. Néanmoins, pour que cette solution réussisse, plusieurs conditions doivent être remplies. Il faut notamment résoudre la question de la valorisation du transfert des actifs entre le système bancaire et les *bad banks*. Celle-ci pourrait être menée par une institution indépendante [BCE \(2013\)](#) et [Brenna, Poppensieker, Schneider \(2009\)](#) afin d'éviter les mauvaises incitations. Il faut ensuite définir si la *bad bank* est créée au niveau national ou européen. L'harmonisation des réglementations et de la supervision permet d'envisager la deuxième possibilité. De la même façon se pose la question de savoir si ces institutions spécialisées doivent être garanties par un fonds européen. Bien évidemment, la réponse à ces questions est essentiellement politique car elle modifie le partage des risques.

[BCE, 2013](#), « Asset support schemes in the Euro Area », *Financial Stability Review*.

[Brenna G., T. Poppensieker, et S. Schneider, 2009](#), Understanding the bad bank, Mac Kinsey Company, <http://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/understanding-the-bad-bank>.

Si la concentration des créances douteuses dans une *bad bank* permet de purger les excès du passé, une solution durable doit inclure une réforme du droit des faillites et du système fiscal. En particulier, la fiscalité devrait inciter les banques à augmenter leurs provisions. Ainsi, le renforcement du matelas de protection disponible rendra les banques plus résilientes aux chocs économiques et permettra de diminuer la probabilité de voir surgir une nouvelle crise bancaire dans le futur.

Enfin, en se basant sur une architecture comparable à celle du *Quantitative Easing*, il est possible de confier la gouvernance à une institution ou une agence européenne (e.g. la BCE), sans que cela n'implique de transferts entre Etats membres. Implicitement le risque national de bilan des *bad banks* serait porté par les banques nationales. Comme il est implicite, il n'apparaît pas dans la dette publique et n'induit pas de rétroaction restrictive.

Proposition 5 : Une refondation démocratique de l'Europe

Le rapport des cinq présidents, publié en juin 2015, a mis sur la table la question de la réforme du fonctionnement de la construction européenne. La dimension démocratique devrait jouer un rôle-clé mais le débat est aujourd'hui à l'arrêt. Pourtant la double question du niveau de l'exercice de la souveraineté, notamment budgétaire et monétaire, et de la légitimité des institutions en charge d'exercer ces souverainetés se pose.

Les politiques budgétaires menées depuis 2011 illustrent les faiblesses institutionnelles de l'Union. Par peur de l'aléa moral ou du passager clandestin, c'est une approche qui a favorisé le très court terme, alors que le report de la consolidation budgétaire demandait au contraire une capacité à prendre en compte au moins le moyen terme, c'est-à-dire l'horizon temporel des conséquences macroéconomiques de la consolidation budgétaire sur l'activité, le risque de déflation ou les inégalités. En se coordonnant sur la base de règles rigides, les États se contraignent à des politiques intenable et qui ne produisent pas les résultats attendus, induisant la défiance des populations et des partenaires, tout cela en situation de crise.

La politique monétaire se heurte à des difficultés de même ordre. Bien que la Banque centrale européenne soit sortie du cadre de son mandat, ou du moins qu'elle en ait appliqué une interprétation audacieuse, les décisions prises impliquent une exposition potentielle à des conséquences budgétaires que l'Eurosystème n'est pas légitime à assumer. On peut penser que cette question est de second ordre, mais elle alimente une contestation juridique qui peut constituer un frein aux futures décisions de politique monétaire.

On peut aussi ajouter à ces préoccupations la façon dont les institutions de sauvetage des États membres en situation de crise de liquidité ont été renforcées ou établies. D'une part, la dimension intergouvernementale a ébréché la méthode de construction européenne⁴ et ouvre aussi un débat en légitimité. Ensuite, cette méthode intergouvernementale a donné plus de poids aux grands États membres de la zone euro dans la décision, remettant en cause la souveraineté des pays plus petits. En particulier, la crise grecque a démontré de façon flagrante l'absence de légitimité démocratique des institutions impliquées, dont la troïka, et plus particulièrement la BCE, lors de l'arrêt de l'apport de liquidité d'urgence au système bancaire grec.

Si le pragmatisme se justifie lorsque les circonstances révèlent l'incomplétude des institutions, on comprend bien aussi que la construction européenne peine à gagner sa légitimité par les résultats (*output oriented legitimacy*, selon l'expression de Fritz Scharpf du Max Planck Institute) et que la question de la légitimité intrinsèque (*input oriented legitimacy*) devient une réponse nécessaire.

Le chantier ouvert est considérable et on ne peut pas y répondre dans le contexte actuel par des propositions simplistes. Un saut fédéral radical en particulier est irréaliste politiquement et sa poursuite pourrait être la goutte qui fait déborder le vase du doute envers la construction européenne.

Donner plus de champ à la démocratie représentative sur les questions de politique monétaire ou sur les institutions de sauvetage des États membres est une piste pertinente. Un parlement de la zone euro était justifié jusqu'alors par la dissonance que les Britanniques provoquaient dans le Parlement européen sur les questions propres à la zone euro. Le *Brexit* lève en partie cet obstacle, mais le délai de sa mise en œuvre risque d'ajourner une légitimation démocratique de la politique monétaire dont l'horizon temporel est bien plus court.

4.

Voir Brunnermeier K. de, Harold J. et Landau J.-P. (2016), « The battle of ideas » pour une analyse de la montée de la méthode intergouvernementale depuis le déclenchement de la crise.

Renforcer les moyens d'intervention budgétaire du Parlement européen et de la Commission est une autre piste. Il s'agit probablement plutôt de construire des mécanismes de stabilisation automatique comme les propositions d'une assurance chômage européenne que de développer des facultés d'intervention budgétaire discrétionnaires. S'assurer de la même façon que les investissements d'avenir, dans les infrastructures, dans l'éducation ou dans le secteur social, ne soient plus pro-cycliques est également prometteur.

Mais, comme nous l'argumentons dans le rapport *iAGS 2017* en particulier, la cohérence des politiques économiques demande la coordination de la politique monétaire avec une discipline budgétaire dans le long terme et avec des politiques de réajustement nominal coordonnées entre elles, la mise en place de régulation prudentielle au niveau national, la coordination des politiques budgétaires et une réduction active des *spreads* souverains par la BCE pour éviter l'écueil d'une discipline de marché qui ne produit que l'austérité-panique. Cette longue liste ne peut pas être fractionnée en sous-problèmes parce que, précisément, les interactions qui les relient sont fortes. On ne peut donc pas se passer d'un dialogue renforcé entre les institutions souveraines et surtout on ne peut pas se passer d'explicitier les choix et les arbitrages difficiles que ces interactions impliquent. Il n'est pas possible à la fois de réduire rapidement le chômage, de résorber les déséquilibres de balance courante. Il n'est pas possible dans le même temps de restaurer la compétitivité de tous les pays, d'empêcher une appréciation excessive de l'euro et de réduire l'endettement public ou privé.

Le défi est d'arriver à faire produire des solutions acceptables mais s'accommodant probablement de certaines contraintes par des institutions démocratiques encore divisées et en pleine crise de défiance ■

Pour citer ce document : C. Blot, J. Creel, B. Ducoudré, R. Sampognaro, X. Timbeau, S. Villemot, 2016, « Cinq propositions pour une croissance soutenable en Europe », *OFCE policy brief 9*, 13 décembre.

Directeur de la publication Xavier Ragot
Rédactrice en chef des publications Sandrine Levasseur
Responsable de la visibilité numérique Guillaume Allègre
Réalisation Najette Moumimi (OFCE).

Copyright © 2016 – OFCE *policy brief* ISSN 2271-359X. All Rights Reserved.

www.ofce.sciences-po.fr  @ofceparis