

Convergences et divergences dans la zone euro : les recommandations de l'OFCE

L'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE) a publié hier une note intitulée "L'Europe, de réelles avancées, mais des choix à assumer". Après une présentation des convergences et divergences dans la zone euro, le document présente "cinq" visions du monde dans le débat européen qui conduisent à cinq orientations différentes de la réforme de la gouvernance européenne. "En effet, on ne peut comprendre les débats techniques sur les instruments et règles sans prendre ce nécessaire recul. Il faut prendre ces visions du monde comme des points de vue argumentés cohérents. Chaque vision du monde peut être associée à des intérêts nationaux ou de groupes sociaux différents. Il y a toujours de l'économie politique derrière la politique économique. Le parti pris de cette section est cependant de se concentrer sur les arguments économiques et d'en déduire quelques recommandations de politique économique", explique l'OFCE.

"C'est la faute des divergences nominales

Une première approche insiste sur les divergences nominales au sein de la zone euro comme seules causes des déséquilibres internes. Selon cette approche, la création de la zone euro implique la disparition de mécanismes d'ajustement par le taux de change nominal. Dès lors, les différentiels d'inflation ne pourraient être résorbés par des dévaluations explicites mais par des dévaluations (ou réévaluations) internes, qui consistent à modifier le coût des facteurs. La France avant l'euro connaissait une dévaluation de 10 % à 20 % environ tous les 10 ans (1958, 1969, 1981-1983), jusqu'aux années 1990 avec la politique dite du "franc fort".

Une hausse relative du niveau général des prix et des salaires relatifs d'un pays (ou la baisse plus importante dans d'autres pays) conduit à une détérioration de la compétitivité-coût des entreprises. Celles-ci l'absorbent par une compression des marges, une capacité réduite d'autofinancement et d'investissement, et, in fine, par une contraction du secteur exportateur qui est le fait de l'industrie à hauteur de 80 % dans les pays de la zone euro. Dans cette conception, la faiblesse de la productivité, de l'industrie, de la croissance est une conséquence des tendances différentes d'inflation. Les implications politiques de cette conception des déséquilibres peuvent être doubles. Elles peuvent être la promotion d'une désinflation compétitive dans les pays en déficits courants. Cette position est, par exemple, celle de Jean-Claude Trichet en France ou de Hans-Werner Sinn en Allemagne (Sinn, 2014). En effet, le différentiel d'inflation au sein d'une zone monétaire peut-être corrigé par une dévaluation interne dont un exemple est le Crédit d'impôt pour la compétitivité (justement !) et l'emploi. Le différentiel peut aussi être corrigé par la réglementation des prix. La modération salariale française, par le gel du point d'indice de la fonction publique ou la dynamique modérée du SMIC, est un autre exemple d'outil de dévaluation interne.

Cette conception nominale des déséquilibres européens peut aussi promouvoir une approche opposée : une inflation plus élevée dans les pays en surplus, comme l'Allemagne, par une augmentation dynamique du salaire minimum. La création en 2015 d'un SMIC allemand à un niveau élevé est un facteur de convergence. La décision récente de la coalition allemande d'augmentation du SMIC est une bonne nouvelle et, comme on l'a vu, a contribué au réaligement des coûts nominaux unitaires. L'impulsion que souhaite donner la présidence française du Conseil de l'UE à l'adoption de la directive sur le salaire minimum européen peut

être vue en ce sens. A ce titre, Ragot (2017) propose l'introduction d'une orientation commune des salaires minimum en Europe (wage stance) discutée au sein du Semestre européen. Cette explication des divergences internes à la zone euro pourrait convenir à la France, à l'Allemagne, à l'Europe du Nord et du Sud, mais pas à l'Italie.

C'est la faute des pays qui vivent à crédit !

La narration précédente prend comme données les divergences nominales sans vraiment les expliquer. Ces dernières sont pourtant le résultat de politiques économiques différentes, qui pourraient causer à la fois les divergences nominales et réelles. Par ailleurs, rien n'assure que ces divergences nominales soient la cause unique des divergences de balances commerciales en zone euro. Une deuxième voie d'analyse part de la mauvaise coordination des politiques budgétaires. La deuxième vision de cette divergence dans la dynamique des demandes agrégées nationales met la source des difficultés dans l'absence de volonté des pays déficitaires de diminuer leur demande interne. Par exemple, la dette publique de la France serait le signe que le pays vit au-dessus de ses moyens et importe des biens pour consommer plutôt que pour investir. Cette explication du déficit de la balance courante par le déficit public est appelée "théorie des déficits jumeaux", selon le même mécanisme que celui décrit plus haut. Pour rétablir l'équilibre des comptes externes, il suffirait donc de rétablir celui des finances publiques. Cette recommandation de compression de la demande des pays du Sud par des phases d'augmentation de la fiscalité conduisant à une réduction de la dette publique est portée par la ligne politique souvent qualifiée de "frugale". Cette approche conduit à une réforme à minima des règles européennes en gardant de fortes incitations à réduire les dettes publiques pour les pays dépassant le seuil de 60 % du PIB et à avoir un déficit public inférieur à 3 % du PIB.

C'est la faute d'un déficit de demande interne au Nord

La conception précédente suppose que le déficit des pays du Sud par rapport à ceux du Nord résulte d'une "faute" des pays du Sud. Cependant, cette conception fait l'impasse sur le fait que, globalement, la zone euro a un surplus commercial, de sorte que c'est la position des pays en surplus commercial qui devrait au contraire faire l'objet d'un ajustement, faute de quoi le surplus commercial de la zone euro serait plus important encore, ce qui pourrait par exemple déclencher une réévaluation de l'euro, ou déclencher des réflexes protectionnistes de la part de ses partenaires.

Une troisième conception note donc que les pays du Nord de l'Europe, aux premiers rangs desquels l'Allemagne, ont eu une politique volontariste de contraction de la demande intérieure via en particulier une forte réduction de la dette publique, mais aussi une augmentation des inégalités, et ont massivement recouru à la demande externe pour croître, ce qui contribue aux déséquilibres européens. Rappelons que l'excédent de la balance courante allemande est bien au-dessus des 6 % du PIB tels que mentionnés dans le tableau de bord des déséquilibres macroéconomiques censés refléter une instabilité potentielle. Les pays ayant moins comprimé leur demande interne, comme la France et le Sud de l'Europe, ont donc contribué à la demande adressée aux pays exportateurs. Les divergences de dettes publiques révèlent alors des politiques budgétaires incohérentes car constitutives de déséquilibres internes à la zone euro. Quant aux divergences d'inflation, elles sont le signe d'une demande interne moins dynamique dans les pays du Nord. Cette explication est celle privilégiée désormais par les économistes anglo-saxons, par le Fonds Monétaire International¹¹ et par le Trésor Américain, et elle est portée par des média comme le Financial Times, The Economist,

ou le New York Times. Par exemple, Paul Krugman critique vertement la politique économique allemande et recommande à l'Allemagne de stimuler sa demande interne par des investissements publics pour stimuler sa croissance¹³. Selon cette logique, la performance exportatrice allemande elle-même pourrait s'expliquer par un phénomène "d'évacuation des surplus commerciaux". La demande interne faible aurait forcé les exportateurs allemands à rechercher des débouchés à l'extérieur. Cette explication des déséquilibres va dans le sens d'un affaiblissement du critère de dette en faveur d'une stimulation des investissements, notamment pour la transition énergétique, dans les règles européennes. Nous pensons également que la demande interne est trop faible dans les pays du Nord, car le taux d'épargne est élevé, notamment le taux d'épargne des entreprises. Par ailleurs, la faiblesse des taux d'intérêts réels (corrigés de l'inflation) reflète une épargne abondante, qui n'est pas expliquée par la structure démographique (Pinois et Ragot, 2019 pour une analyse internationale des taux d'épargne). Malgré ces éléments, l'option de réduire la demande interne des pays en déficit est une erreur récurrente de politique économique, déjà connue à l'époque des débats entre J. M. Keynes et H. D. White au début de la reconstruction du système monétaire international. Il est difficile de ne pas voir dans le surplus commercial allemand un déséquilibre manifeste auquel les orientations de la nouvelle coalition pourraient répondre en stimulant la demande interne par la hausse du salaire minimum et la relance des investissements publics en faveur de la transition écologique

C'est la faute des effets d'agglomération

Une quatrième explication part des divergences réelles du tissu productif. Les trajectoires de productivité de l'Italie et de l'Allemagne, notamment, divergent de manière spectaculaire : l'Italie est le pays européen pour lequel le problème de productivité est le plus manifeste. Une première explication de cette divergence réelle renvoie aux effets d'agglomération. La création de la zone euro, en diminuant les incertitudes de change et en consolidant le marché unique, a favorisé les échanges et conduit à renforcer les secteurs exportateurs déjà forts et à affaiblir ceux qui étaient déjà faibles. La cause de la concentration industrielle au Nord est le résultat d'un effet de concentration ou d'agglomération. Cet effet, mesuré aux Etats-Unis comme en Europe, stipule que la productivité d'une entreprise donnée est plus élevée dans une zone économique dense que dans une zone moins dense. La raison en tient à la taille du bassin d'emploi et à l'adéquation de la formation des salariés aux besoins des entreprises, à la mobilité des salariés et à la diffusion des connaissances entre les entreprises, aux infrastructures, à la proximité d'institutions de financement, entre autres. Il est cependant difficile de penser que les effets d'agglomération expliquent seuls la divergence des productivités de manière significative. En particulier, dans le cas de l'Italie, la concentration industrielle, dans le nord du pays, reste attractive (Antonin et al., 2019). D'autres facteurs institutionnels peuvent expliquer les différences de productivité, la qualité insuffisante de la formation, la création insuffisante de nouvelles entreprises, la lenteur de la justice commerciale semblent contribuer ensemble à un résultat global inquiétant. La réponse politique à de tels effets structurels (d'agglomération), afin de permettre une croissance équilibrée, est une promotion d'une politique en faveur de la productivité par pays : politique d'innovation ou politique industrielle. La création des Conseils nationaux de la Productivité à la suite du rapport dit des "Cinq présidents"¹⁸ va dans le sens d'une politique nationale de stimulation de la productivité. La composante investissement du plan Next Generation EU va aussi dans le sens d'un financement européen de politiques nationales.

C'est la faute de l'instabilité financière

Les déséquilibres de la zone euro qui ont conduit à la crise des dettes publiques et à la restructuration de la dette grecque ont mis en évidence la responsabilité des flux de capitaux internationaux dans les déséquilibres économiques. La baisse des taux d'intérêt dans les pays périphériques un peu avant et après l'adoption de l'euro est allée de pair avec un relâchement de l'attention aux risques financiers. La réponse institutionnelle a été la création du Comité européen du risque systémique, qui a un rôle préventif, et celle du Mécanisme européen de stabilité, qui a un rôle de gestion de crise. Ce fonds peut contribuer au financement des Etats rencontrant des difficultés d'accès au marché financier. Par ailleurs, une explication importante de la faiblesse de la productivité dans les pays du Sud aurait trait au financement des entreprises innovantes, conduisant à une mauvaise allocation du capital (Gopinath, et al., 2017). Plus précisément, la faiblesse de la productivité des entreprises en Italie ne proviendrait pas d'une moindre productivité des petites entreprises mais du fait qu'elles ne sont pas assez financées et donc cèdent la place à des entreprises vieillissantes et peu productives.

La réponse européenne à cette difficulté de financement est l'Union bancaire qui a pour objectif de créer une distance entre les systèmes bancaires nationaux et les Etats afin de renforcer les premiers. La promotion de l'union des marchés de capitaux est aussi une réponse aux difficultés de financement des entreprises en Europe¹⁹. N'oublions pas cependant que la libéralisation des mouvements de capitaux en Europe date de 1990 et qu'elle n'a donc pas attendu la création d'une union des marchés de capitaux. La promotion de celle-ci requiert qu'un équilibre soit établi entre la fluidité des financements transfrontaliers qu'elle permettrait et la bonne allocation du capital, sur laquelle il conviendrait de s'entendre préalablement entre pays européens, dans le respect des règles macro-prudentielles afin de canaliser ces financements vers l'économie réelle.

Les recommandations

Les discussions à court terme seront dominées par la réforme des règles budgétaires européennes et l'opportunité d'une pérennisation d'une capacité d'endettement européenne après Next Generation EU. Différentes propositions d'évolution des règles sont en débat. L'hétérogénéité des situations des pays européens doit dans tous les cas conduire à une application différenciée des règles et à un renforcement des institutions analysant les déséquilibres européens, sur la base d'un diagnostic adéquat. En guise de conclusion, nous formulons quatre recommandations :

Recommandation n° 1. Des mesures de stimulation de la demande interne des pays en fort surplus commercial doivent être promues. La stimulation de l'investissement public, la dynamique des salaires ou des politiques budgétaires plus accommodantes sont des outils qui devraient être discutés dans le cadre du semestre européen.

Recommandation n° 2. Le retour de la thématique de la politique industrielle en Europe est pleinement justifié et indique que l'assertion selon laquelle le marché unique allait suffire à stimuler la productivité a été trop optimiste, comme le montre notamment le cas de l'Italie. Une politique de stimulation de la productivité est donc à recommander. Dans la mesure où les gains de productivité participent à la soutenabilité des finances publiques, le financement public de ces mesures devrait être favorisé par les règles budgétaires.

Recommandation n° 3. Après avoir longtemps privilégié les dévaluations compétitives ou fiscales, les Etats membres de la zone euro doivent tenter d'assurer une convergence nominale

non déflationniste en s'accordant sur des modalités communes de fixation des salaires, notamment les salaires minimums en Europe permettant des hausses nominales dans les pays du Nord. Ces éléments pourraient être discutés dans le cadre du Semestre européen.

Recommandation n° 4. Dans le cadre des discussions sur la modification des règles budgétaires européennes, des marges de manoeuvre budgétaires doivent pouvoir émerger à court terme pour assurer une gestion macroéconomique contra-cyclique et contribuer aux enjeux structurels que sont, notamment, la transition écologique et l'éducation. Une exclusion de l'investissement public des règles européennes est une ambition minimale. De ce fait, l'analyse de la soutenabilité des dettes publiques devrait conduire à des recommandations différenciées par pays, et non à l'application de règles uniformes".