HAL
open science

Une Europe divisée et à bout de souffle

Christophe Blot, Jérôme Creel, Xavier Timbeau

To cite this version:

Christophe Blot, Jérôme Creel, Xavier Timbeau. Une Europe divisée et à bout de souffle. OFCE Notes du Blog, 2014, 47. hal-03568363

HAL Id: hal-03568363

https://sciencespo.hal.science/hal-03568363v1

Submitted on 12 Feb 2022

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

ofce les notes

N° 47/15 décembre 2014

Une Europe divisée et à bout de souffle[1]

Christophe Blot, Jérôme Creel et Xavier Timbeau

(…)
"There must be some way out of here," said the joker to the thief,
"There's too much confusion, I can't get no relief.
Businessmen, they drink my wine, plowmen dig my earth,
None of them along the line know what any of it is worth."
"No reason to get excited," the thief, he kindly spoke,
"There are many here among us who feel that life is but a joke.
But you and I, we've been through that, and this is not our fate,
So let us not talk falsely now, the hour is getting late."
(…)
Bob Dylan, *All along the watchtower*, 1968.

Six ans après que l'économie mondiale soit entrée dans sa plus grave récession depuis la Seconde Guerre mondiale, la plupart des pays développés sont engagés dans une reprise bien établie. L'Europe, en particulier la zone euro, demeure une exception significative. Des forces puissantes maintiennent la zone euro en crise et accroissent la divergence née de l'incapacité à trouver les solutions pour retrouver rapidement le chemin de la croissance. Le risque d'une stagnation prolongée est réel. La crise de la zone euro a mis la construction européenne à rude épreuve. De nombreuses mesures ont été prises pour pallier les lacunes de l'architecture institutionnelle de la zone euro, qui avaient déjà été dénoncées, avec raison, dès sa création.

Certains diront que l'Europe ne peut avancer qu'en situation de crise, mais il s'agit-là d'un processus peu efficace pour trouver des solutions aux problèmes économiques, juridiques et institutionnels qui se posent. Partant de là, nous devons reconnaître que l'Europe n'a pas su mettre en œuvre les politiques nécessaires pour une sortie durable de la crise. L'incapacité à trouver des solutions n'est pas acceptable pour les citoyens européens qui s'interrogent sur les bénéfices de la construction européenne et qui ne peuvent aujourd'hui qu'en percevoir les lacunes et les faiblesses et donc les coûts.

1. Ce texte reprend le résumé anglais du troisième rapport iAGS 2015 (independent Annual Growth Survey). Le rapport complet est en ligne à l'adresse : www.iags-project.org

Dans ce contexte, il n'est pas surprenant de voir émerger des partis eurosceptiques, de gauche comme de droite, qui appellent parfois à l'abandon de l'euro, à la sortie de l'Union européenne ou au recul du projet d'intégration européenne. Nous rejetons ces solutions car nous pensons que le retour aux monnaies nationales ne peut être une alternative politique et économique crédible. Les coûts d'un éclatement de l'union monétaire ne sont pas mesurables et il est difficile d'envisager la possibilité d'une sortie programmée de l'euro. S'il arrivait qu'une majorité eurosceptique soit élue dans un des pays membres, il fait peu de doutes que nous entrerions dans une nouvelle crise. C'est pourquoi nous pensons qu'il est nécessaire de partir de ce qui a été construit au cours des cinq dernières années afin de trouver une voie viable qui permettrait à l'Europe de s'engager sur un sentier de croissance stable et soutenable.

Le temps de la divergence

La reprise a été annoncée de nombreuses fois depuis 2011 (tableau 1) mais les espoirs se sont systématiquement évanouis. À l'évidence, les indicateurs économiques témoignent inexorablement de la poursuite de la récession et de la montée du chômage (tableau 2). À la fin de l'année 2014, l'écart de croissance est encore fortement creusé. L'activité, mesurée par le PIB, est toujours inférieure au niveau prévalant avant la crise et la comparaison de la situation de la zone euro et de celle des États-Unis illustre parfaitement le fossé qui s'est creusé des deux côtés de l'Atlantique (graphique 1).

Tableau 1. Croissance : prévisions/réalisations

En %

	Prévisions d'automne de la CE (année n-1)	Prévisions d'automne iAGS (année n-1)	Croissance du PIB
2012	0,5		-0,7
2013	0,1	-0,3	-0,4
2014	1,1	1,0	0,8
2015	1,1	1,3	
2016	1,7	1,6	

Sources: Eurostat, European Commission, iAGS.

La Grande Récession de 2008-2009 fut aussi forte dans la zone euro qu'aux États-Unis. La divergence s'est créée pendant la phase de reprise. Celle-ci s'est poursuivie outre-Atlantique alors qu'elle a été cassée dans la zone euro, précisément au moment où les pays ont engagé une stratégie de consolidation de grande ampleur et synchrone et lorsque les institutions existantes étaient incapables de trouver des solutions pour circonscrire la crise des dettes souveraines.

Tableau 2. Croissance du PIB

En %

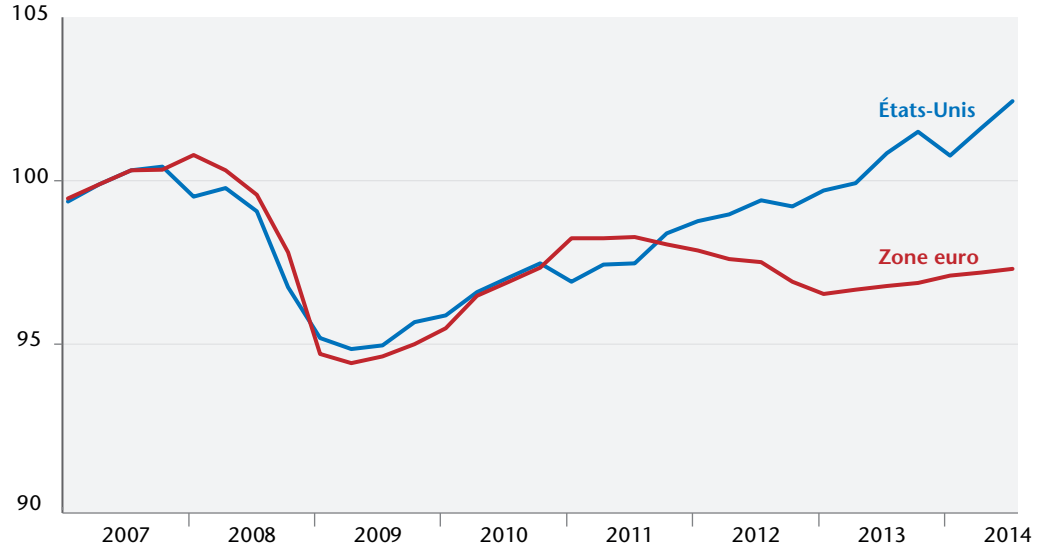
	2013	2014	2015	2016
DEU	0,2	1,5	1,4	1,7
FRA	0,4	0,4	1,1	1,7
ITA	-1,8	-0,2	0,5	0,7
ESP	-1,2	1,3	2,1	2,3
NLD	-0,7	0,6	1,4	1,9
BEL	0,2	1,0	1,2	1,6
PRT	-1,4	0,8	1,4	2,0
IRL	0,2	4,0	2,8	2,6
GRC	-3,3	0,4	1,9	1,9
FIN	-1,3	-0,1	1,3	1,2
AUT	0,3	0,7	1,3	1,6
EA	-0,4	0,8	1,3	1,6
UK	1,7	3,0	2,1	1,8
UE-28	0,1	1,3	1,5	1,7

Sources: Eurostat, iAGS.

Le taux de chômage a baissé modestement au cours des derniers mois mais il reste à un niveau record et inacceptable pour les populations. Depuis octobre 2009, il se maintient systématiquement à un taux supérieur à 10 % de la population active. Une profonde divergence existe entre les pays : certains sont confrontés à des taux de chômage supérieurs ou proches de 25 % (Espagne, Grèce) tandis que d'autres connaissent une situation de quasi plein-emploi (Allemagne, Autriche).

Graphique 1. PIB/habitant aux États-Unis et dans la zone euro

2007 = 100, PPP-2005

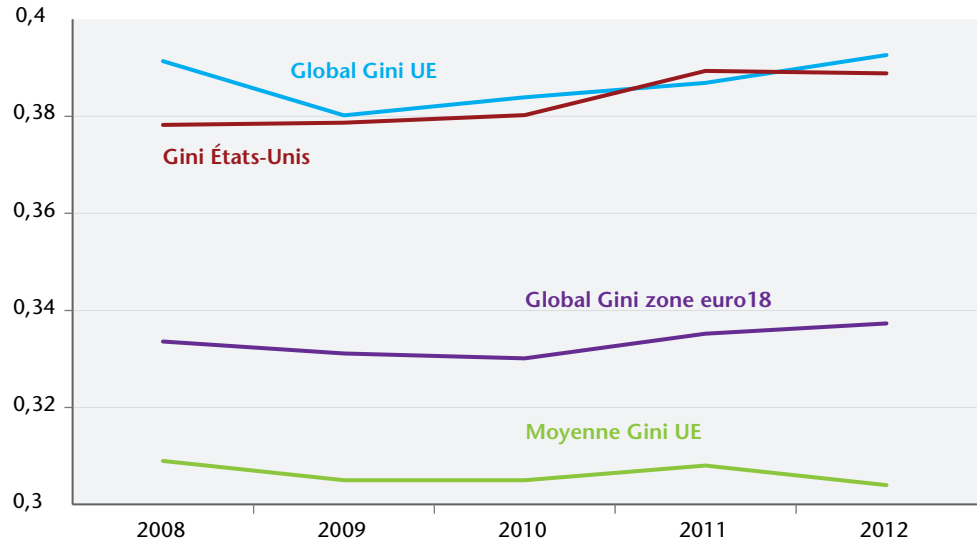


Sources: Eurostat, calculs iAGS.

Près de 12 millions de personnes au sein de l'UE-28 sont sans emploi depuis un an ou plus. Les jeunes actifs ont de plus en plus de difficultés à trouver leur premier emploi, à réaliser leur première expérience professionnelle, pourtant si importante pour le reste de leur carrière. Les personnes qui ne peuvent plus bénéficier des indemnisations chômage sont de plus en plus nombreuses et contraintes d'accepter les premières offres d'emploi venues, quelles qu'en soient les conditions. Dans certains pays, les coupes budgétaires ont réduit la protection offerte par l'État-providence et les demandeurs d'emploi sont même parfois accusés d'être à l'origine de la crise. Les Européens souffrant de pauvreté matérielle – mesure de la pauvreté absolue – sont nombreux en Grèce, en Hongrie, à Chypre ou en Italie. La chute du PIB par habitant, l'augmentation du chômage et la baisse des dépenses sociales sont fortement corrélées à l'augmentation de la pauvreté dans les différents pays (voir le chapitre 2 du rapport).

Les inégalités se creusent au niveau de l'Union, comme l'illustre l'indicateur d'inégalités globales de revenu (mesuré par le coefficient de Gini). Cette mesure contraste avec la mesure moyenne des inégalités parmi les 28 pays de l'Union ou entre citoyens de la zone euro (graphique 2). Le niveau d'inégalités de revenu, ainsi mesuré, a significativement augmenté depuis 2009 et est comparable à celui observé aux États-Unis. Les écarts entre les pays européens constituent la source principale de ces inégalités.

Graphique 2. Évolution des inégalités dans l'Union européenne, la zone euro et aux États-Unis



Source: EU-SILC, OECD, iAGS.

Mais il reste que l'objectif de convergence européenne s'est interrompu pendant la crise et s'inverse même dorénavant (voir les graphiques 1 et 2 du chapitre 2 du rapport). Les tendances actuelles de l'économie européenne ne sont pas celles d'une société intégrée. La sévérité et la durée de la crise compromettent la réalisation des objectifs portés par la stratégie Europe 2020. Le niveau

élevé de chômage crée déjà des pressions à la baisse sur les salaires réels dans de nombreux pays. Les réformes du marché du travail amplifient la course au moins-disant social et à la compétitivité dans laquelle les pays se sont engagés pour compenser, au moins partiellement, les effets néfastes de l'austérité budgétaire. Mais ces stratégies asymétriques ne produisent pas les résultats escomptés en termes d'ajustement des déséquilibres. Elles menacent même la cohésion sociale et alimentent la désinflation, renforçant le risque déflationniste (voir le chapitre 5 du rapport).

L'Europe est-elle condamnée à l'échec ?

Au paroxysme de la crise des dettes souveraines, de nombreuses mesures ont été prises. En juillet 2012, la BCE a publiquement déclaré sa volonté d'agir en prêteur en dernier ressort, apportant ainsi une garantie implicite sur les dettes publiques de marché. L'Union bancaire devrait permettre de rompre les liaisons dangereuses entre les banques, qui détiennent des titres publics, et les États, qui se portent garants de l'ensemble des risques portés au bilan du système financier. Le Pacte de stabilité a été consolidé par l'adoption du *Fiscal compact* qui renforce la discipline budgétaire et le contrôle exercé par la Commission européenne et le Conseil européen, atténuant ainsi les risques d'attaque spéculative.

Ces mesures ont certainement contribué à mettre un terme à la double récession induite par la crise des dettes souveraines. Elles ont cependant, paradoxalement, également contribué à la nouvelle récession et au risque prolongé de stagnation économique. En contrepartie d'une assistance financière d'urgence, les pays en proie à des difficultés de financement ont dû mettre en œuvre une consolidation budgétaire précipitée alors même que les multiplicateurs budgétaires étaient élevés, ce qui a fortement pesé sur l'activité économique. Les coûts de ces choix macroéconomiques ont été largement discutés et dénoncés dans les deux précédents rapports iAGS (2013 et 2014). Il y a maintenant un large consensus, allant de l'OCDE au FMI, pour dire qu'étant donnée la valeur des multiplicateurs, des stratégies alternatives étalant ou reportant la consolidation dans le temps, accompagnées d'une intervention identique de la BCE et des autres institutions européennes (SME notamment) auraient permis à la zone euro d'échapper à la nouvelle récession de 2011-2012. Les enseignements à tirer de ces choix ne sont pas anodins puisqu'ils montrent que la récession fut la conséquence de nos propres choix de politique économique.

Au-delà de la double récession, cet échec a produit également d'autres fléaux : la zone euro est aux portes de la déflation et un cercle vicieux de déflation par la dette pourrait nous précipiter dans une période de stagnation durable. De plus, le renforcement des règles budgétaires en vigueur, avec l'objectif de ramener le ratio de dette publique à 60 % en 20 ans, renforce ce risque en prolongeant l'austérité budgétaire. La faible inflation (pour ne pas dire la déflation) va induire des excédents budgétaires primaires encore plus élevés qu'ils ne le sont actuellement. L'orientation de la politique budgétaire sera encore plus

restrictive dans un contexte où les multiplicateurs sont encore élevés, ce qui refermera le piège dans lequel la zone euro est elle-même entrée.

La BCE est consciente de cette situation et même si le Conseil des gouverneurs est divisé, elle s'en tient toujours à la doctrine du « quoi qu'il coûte » (« *whatever it takes* ») prononcée en juillet 2012. Une politique monétaire expansionniste sera maintenue et un nouveau programme d'assouplissement quantitatif sera mené et probablement étendu à l'achat de titres de dette souveraine en 2015. Le resserrement à venir de la politique monétaire aux États-Unis et au Royaume-Uni devrait permettre une dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar et de la livre sterling. Mais nous pouvons craindre que l'action de la politique monétaire soit insuffisante pour nous prémunir contre la stagnation. L'assouplissement quantitatif est nécessaire mais il faut reconnaître qu'il pourrait être impuissant pour contrer les pressions déflationnistes engendrées par les besoins de désendettement des agents privés. La zone euro dans son ensemble risque bien d'être prise dans le paradoxe de l'épargne à l'échelle du continent, ce qui se terminera forcément par une hausse des ratios de dette. Il faut, de plus, ajouter que le maintien d'une orientation très expansionniste de la politique monétaire pourrait à terme poser de nouveaux problèmes, sous la forme d'effets redistributifs ou de mauvaises évaluations du risque, de bulles de prix d'actifs, de *carry-trade* et de volatilité excessive des taux de change. Il est donc plus que nécessaire de trouver les voies pour sortir de la stagnation.

Le rapport annuel de croissance[2], publié par la Commission européenne en novembre 2014, propose une réponse à la crise qui s'appuie sur trois piliers. Le premier pilier est constitué du Plan Juncker de 315 milliards d'euros en faveur de l'investissement. Présenté comme un moyen de soutenir l'investissement et de le ramener vers un niveau « normal et soutenable », le Plan Juncker ne dégage aucune nouvelle marge de manœuvre financière, recyclant les fonds du budget européen et de la BEI (Banque européenne d'investissement) au travers d'un nouveau fonds FEIS (Fonds européens pour l'investissement stratégique) qui pourra financer des projets avec un effet levier de 1 à 15, transformant ainsi les 21 milliards initialement recyclés en 315 milliards d'investissements. Il n'y a cependant rien qui prouve aujourd'hui que les incitations offertes seront suffisantes pour induire de nouveaux investissements privés de cet ordre de grandeur. Il est même probable que les investissements ainsi réalisés se substitueront à d'autres investissements ou que ces investissements auraient de toute façon été réalisés (effet d'aubaine). Si le schéma proposé va bien dans la bonne direction, il faudrait être naïf pour penser sérieusement qu'il s'agit-là d'une initiative capable de nous sortir de la crise.

Le deuxième pilier fait référence aux réformes structurelles et aux régulations favorables à l'investissement. Promouvoir des évolutions légitimes et favorables d'un environnement compétitif ne peut être que bénéfique à long terme. Mais la question demeure des effets de ces réformes à court terme. Permettront-elles de changer le cours des événements ces prochaines années ? Sur ce point, les

2. http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2015/ags2015_en.pdf

analyses empiriques ne lèvent pas le doute et suggèrent au contraire que de nombreuses réformes structurelles ont des effets négatifs à court terme sur les prix et l'activité. Les gains sont attendus à long terme et sont aussi, sans doute, conditionnés à une expansion appropriée de la demande.

Le troisième pilier s'appuie sur la rationalisation de l'architecture de la gouvernance européenne. Les règles budgétaires actuelles sont complexes et biaisées en faveur de la consolidation immédiate. Les contraintes induites par ces règles sont profondément inadaptées dans une situation de faible inflation et plus encore si la zone euro entre en déflation. La gouvernance budgétaire crée le piège qui enfermera la zone euro dans une trappe à faible croissance et à faible inflation. La Commission a beau souligner que certains pays disposent de marges de manœuvre budgétaires qui pourraient mener une politique de soutien et ainsi pourraient compenser l'austérité menée dans les autres pays ; malheureusement, les pays qui sont dans cette situation d'absence de besoin de consolidation sont aussi ceux où le taux de chômage est le plus faible (Allemagne), ce qui devrait limiter les effets positifs d'une politique budgétaire plus expansionniste. Partant de là, les effets de débordement favorables pour les pays où le chômage est élevé seront aussi limités.

Pour effacer les dommages créés par l'austérité passée, il est nécessaire d'aller au-delà d'un simple ralentissement du rythme de consolidation et utiliser toutes les marges de manœuvre institutionnelles disponibles et ouvertes pour les pays qui sont dans le volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance. Autrement, la stratégie préconisée par la Commission européenne, dans le rapport annuel de croissance, échouera à nouveau. Or un nouvel échec de ces politiques qui prônent le renforcement de la discipline risque de provoquer la défiance à l'égard des institutions européennes et plus généralement à l'égard de l'intégration européenne. Les avancées du marché commun, puis de la monnaie unique, et le long processus d'établissement d'une Union plus démocratique sont des promesses qui ne peuvent être trahies.

Au-delà du *Fiscal compact*

Une autre stratégie de croissance est nécessaire. L'option qui consiste à suspendre le pacte de stabilité est malheureusement inenvisageable, du moins à court terme. Le PSC renforcé par le TSCG (Traité sur la stabilité, la coordination et la croissance) est l'un des piliers de la solidarité européenne naissante qui a contribué à résoudre la crise des dettes souveraines dans la zone euro. Une éventuelle renégociation du Pacte entraînerait une nouvelle période d'incertitude à laquelle l'euro pourrait ne pas survivre. Dans le même temps, demander des efforts supplémentaires à des pays où le mécontentement politique et social se nourrit tous les jours de la crise finira par révéler la faiblesse de la gouvernance budgétaire européenne. Le contrôle par les pairs manque de légitimité démocratique et reste limité au cas flagrant où la communauté est menacée. Mais les pairs n'ont aucune responsabilité démocratique, ni l'obligation de rendre compte, et ils ne peuvent par conséquent exercer de pouvoir coercitif sur les

politiques nationales. En fin de compte, la gouvernance européenne actuelle repose sur la volonté des États membres d'appliquer les recommandations. C'est ce qui produit le biais vers la consolidation immédiate et pro-cyclique : la discipline fonctionne par la peur, et non par la responsabilité et la capacité à rendre des comptes. Cette situation alimente la méfiance à l'égard de l'Europe et de ses pairs, qui sont perçus comme des conseillers défendant leur propre intérêt.

Il ne sera pas possible de sortir de la crise et d'envisager une amélioration significative de la situation économique et sociale en respectant à la lettre l'esprit de l'ensemble des règles (encadré). Au contraire, il est nécessaire d'exploiter toutes les ambiguïtés juridiques et toutes les clauses d'exemption prévues par le Pacte de stabilité. Le Plan Juncker a ouvert une brèche, en proposant d'exclure la participation des États membres au FEIS du calcul du déficit pour l'application des règles du Pacte (neutralisation). Une proposition similaire est formulée dans le récent rapport conjoint franco-allemand co-écrit par Enderlein et Pisani-Ferry[3]. La proposition consiste à emprunter afin de bénéficier des taux d'intérêt actuellement très bas, à travers un véhicule financier supranational, et de diriger les fonds vers des utilisations spécifiques. L'objectif est à nouveau de faciliter l'acceptation par les pairs d'un assouplissement implicite des politiques budgétaires nationales, en excluant ces participations du calcul de la dette ou du déficit national. Cela permettrait de donner une marge de manœuvre et de limiter les impacts négatifs des ajustements tout en surveillant les politiques spécifiques à travers le contrôle des fonds réinvestis, ce qui permet de repousser les assainissements budgétaires agrégés tout en préservant la discipline budgétaire.

Comme nous le montrons dans le chapitre 5 de ce rapport, certains progrès ont été accomplis afin de réduire les déséquilibres des comptes courants. Des ajustements de compétitivité ont été réalisés mais le fossé de compétitivité est encore significatif. La résorption des déséquilibres par de nouvelles baisses des salaires nominaux dans les pays déficitaires ne ferait que renforcer les pressions déflationnistes. L'appréciation réelle des dettes accentuerait davantage la pression déflationniste et enclencherait le cercle vicieux de la déflation par la dette. Les politiques de ré-inflation dans les pays excédentaires doivent être un levier pour rééquilibrer les écarts de compétitivité à l'échelle européenne. Mais l'augmentation des salaires ne se décrète pas simplement. Dans le rapport iAGS 2014, nous préconisions une évolution différenciée des normes de salaire minimum qui tiendrait compte de la situation des comptes courants (ou de préférence de celle des comptes courants « structurels » et des positions extérieures nettes). La mise en œuvre d'un salaire minimum en Allemagne en est une première étape. Plus généralement, il est nécessaire de renforcer les capacités à préserver une évolution équilibrée des salaires et des prix en évitant les stratégies nationales de désinflation compétitive à moyen terme, tant au niveau national qu'européen.

Il faut aller au-delà du Plan Juncker et s'engager dans des mesures plus à même de stimuler l'économie et l'investissement directement. Un « choc fiscal

3. http://blog.en.strategie.gouv.fr/wp-content/uploads/2014/11/Rapport-Henderlein-Pisani-EN-final-1.pdf

de carbone 》 et un ciblage de l'investissement sur la transition énergétique favorisant le développent d'une économie à faible intensité de carbone représentent un potentiel de hausse de l'investissement de 200 milliards d'euros par an susceptible d'induire le stimulus macroéconomique nécessaire. La clé d'un tel choc réside dans l'acceptation politique de la mise en œuvre d'un prix du carbone, qu'il passe par des marchés de droits à émettre ou par une taxe. Un fonds de transition, alimenté par les États membres et exempté de la comptabilisation pour le calcul des déficits dans le cadre du Pacte de stabilité, financerait une surcompensation temporaire des conséquences du prix du carbone, et encouragerait une contribution significative des États membres dans le domaine du changement climatique (ce point est développé dans le chapitre 4 qui présente également des simulations de l'impact de ce type d'initiative). L'investissement public induit serait suffisant pour contrer la stagnation, surtout si la valeur du multiplicateur pour les investissements publics dépasse trois, comme le suggère le FMI dans le contexte actuel.

Une autre piste de financement de l'investissement public s'appuie sur la possibilité d'émission de nouveaux titres par la BEI et qui seraient achetés par la BCE sur le second marché. Cette proposition (discutée dans le chapitre 3) permettrait de donner de nouvelles ressources aux États membres en matière d'investissement. Les titres seraient détenus par la BCE sur une période prédéterminée et seraient inclus dans un programme de soutien quantitatif. Une telle proposition permettrait de soutenir une dépense publique réelle supplémentaire sans augmentation de la charge de la dette pour les gouvernements. Les modalités de répartition des ressources émises et du remboursement des crédits alloués doivent sans doute être précisées ainsi que les mécanismes garantissant la compatibilité du plan avec le mandat de la BCE de maintenir la stabilité des prix.

L'Europe se trouve dans une situation critique qui nécessite un changement de politique économique. Toutes les possibilités doivent être envisagées. Des mesures non-conventionnelles ou extraordinaires doivent être prises pour éviter un nouvel échec et échapper à la menace de stagnation séculaire.

Encadré 1: Quatre trilemmes

La crise démarrée en 2008 a montré que la gouvernance de la zone euro avait produit au moins quatre trilemmes, c'est-à-dire quatre triangles d'incompatibilité. Pour échapper à ces trilemmes et retrouver la stabilité économique, un changement de stratégie macroéconomique est nécessaire. C'est à la caractérisation de cette nouvelle stratégie qu'est consacré le rapport iAGS 2015.

Trilemme 1 : Atteindre au même instant l'objectif de stabilité des prix (à 2 % par an à moyen terme), celui de discipline budgétaire (à 60 % du PIB pour la dette publique) et mettre en œuvre des réformes structurelles (en flexibilisant les marchés des biens et services et du travail) est impossible. Dans les circonstances actuelles, la discipline budgétaire et les réformes structurelles engendrent un risque de déflation ; dans d'autres circonstances, discipline budgétaire et réformes structurelles amènent l'inflation en deçà de sa cible. La discipline budgétaire et l'inflation à sa cible engendrent, pour leur part, des coûts sociaux importants pour les réformes structurelles : d'une part, la discipline budgétaire donne lieu à des hausses d'impôts et à des baisses de dépenses dans les pays à fort taux de chômage, là où les réformes sont

jugées urgentes ; d'autre part, la remontée de l'inflation à sa cible sans augmentation des salaires nominaux réduit le pouvoir d'achat. Ces deux éléments réduisent l'acceptabilité des réformes et rendent donc leur mise en œuvre très incertaine. Enfin, l'inflation à sa cible et les réformes structurelles sont incohérentes avec la discipline budgétaire : une hausse de l'inflation (pour revenir à sa cible) réduit le poids réel des dettes publiques et renforce les incitations des gouvernements à utiliser les marges de manœuvre pour accroître, plutôt que décroître, les déficits publics ; quant aux réformes structurelles, leurs coûts à court terme nécessitent leur mutualisation.

Trilemme 2 : Atteindre au même instant l'objectif de stabilité des prix et celui de stabilité financière en présence d'un banquier central conservateur (ayant une aversion relative forte vis-à-vis de l'inflation, conformément au statut imposé au banquier central européen) est impossible. Si la BCE mène une politique agressive d'augmentation des taux d'intérêt pour limiter les bulles spéculatives et engendrer la stabilité financière, elle atteindra un taux d'inflation inférieur à sa cible. De plus, l'expérience a montré récemment qu'une inflation proche de sa cible, en présence d'une banque centrale conservatrice, n'avait pas pu empêcher l'instabilité financière. Par conséquent, pour atteindre les objectifs de stabilité des prix et de stabilité financière, il faut une politique monétaire plutôt accommodante.

Trilemme 3 : Atteindre l'objectif de stabilité des prix, entreprendre des réformes structurelles, en présence d'un banquier central conservateur, tout cela au même instant, est impossible. Le banquier central conservateur fixe des taux d'intérêt élevés en termes réels pour atteindre sa cible d'inflation, ce qui accroît le coût d'opportunité des réformes structurelles dans le secteur productif, au bénéfice du secteur financier qui voit les rendements réels augmenter. De plus, un banquier central conservateur et la mise en œuvre de réformes structurelles pèsent sur les prix et aboutissent à voir passer l'inflation sous sa cible. L'inflation à sa cible et les réformes structurelles nécessitent donc une politique monétaire accommodante.

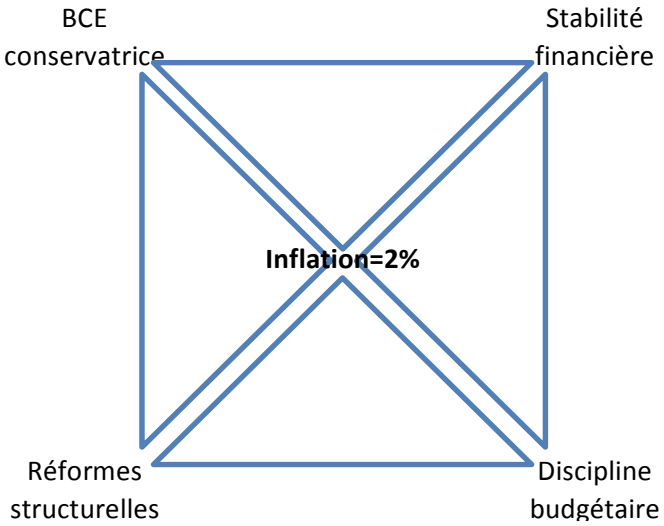
Trilemme 4 : Atteindre au même instant l'objectif de stabilité des prix, celui de discipline budgétaire et celui de stabilité financière est impossible. L'inflation à sa cible et la discipline budgétaire empêchent la mise en œuvre des réformes structurelles (voir trilemme 1) et renforcent l'attractivité du secteur financier au détriment du secteur productif : les investisseurs achètent plus d'actifs financiers, ce qui aboutit à une déconnection grandissante entre les secteurs financier et productif et alimente les épisodes de bulles. L'expérience récente a aussi montré qu'en dépit de la discipline budgétaire et d'une inflation proche de sa cible, la zone euro a été touchée par l'instabilité financière. Ensuite, l'inflation à sa cible et la stabilité financière réclament un équilibre de portefeuille subtil entre titres sans risque et titres risqués, donc des marges de manœuvre budgétaire. En situation de discipline budgétaire imposée à tous les pays de la zone euro, la disponibilité des titres sans risque fait défaut. Enfin, atteindre l'objectif de stabilité financière et celui de discipline budgétaire impose de limiter l'effet de levier, non seulement de la part des États, mais aussi des entreprises privées (l'effet de levier est un déterminant essentiel de la crise financière internationale) ; cela va amener l'inflation en deçà de sa cible, après que le niveau d'activité économique aura décru.

Il est frappant de constater que ces quatre triangles d'incompatibilité sont interconnectés, ainsi qu'en témoigne la figure 3. En effet, chaque triangle a deux sommets communs avec un autre triangle, en faisant l'hypothèse que l'objectif macroéconomique primordial de la zone euro reste la stabilité des prix.

Pour résoudre ces quatre trilemmes, deux changements seulement doivent être apportés au cadre européen de gouvernance économique : remplacer le banquier central conservateur par un banquier central progressiste (ayant donc une aversion relative forte vis-à-vis du taux de chômage) et remplacer la discipline budgétaire par l'accommodation budgétaire. Bien évidemment, les circonstances politiques actuelles au plan européen font qu'un changement radical de la gouvernance économique est impossible : l'unanimité dans une telle direction n'est pas susceptible d'émerger aujourd'hui. La solution de second ordre consiste donc à avoir un

banquier central européen qui ne fait pas qu'accepter l'idée de mener des politiques non-conventionnelles (il l'a déjà acceptée) mais qui les met effectivement en œuvre. À cette fin, nous proposons dans le rapport un plan de relance budgétaire européen avec un financement partiellement *monétaire* des dépenses publiques, *via* un mécanisme d'émission de titres par la Banque européenne d'investissement souscrits par la BCE. Du côté budgétaire, le plan de relance, incluant une réforme ambitieuse de la taxe carbone, donnerait une impulsion positive à la croissance européenne à court terme, mais il aurait aussi un effet favorable à long terme en facilitant l'accès à une trajectoire soutenable de croissance.

Graphique 3. Quatre trilemmes en un graphique



Source: iAGS.