



L'Europe, de réelles avancées mais des choix à assumer

Jérôme Creel, François Geerolf, Sandrine Levasseur, Xavier Ragot, Francesco Saraceno

► To cite this version:

Jérôme Creel, François Geerolf, Sandrine Levasseur, Xavier Ragot, Francesco Saraceno. L'Europe, de réelles avancées mais des choix à assumer. Revue de l'OFCE, 2022, D'un quinquennat à l'autre : une contribution au débat, Hors-série, pp.183-210. hal-03699982

HAL Id: hal-03699982

<https://sciencespo.hal.science/hal-03699982>

Submitted on 20 Jun 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.

L'EUROPE, de réelles avancées mais des choix à assumer

Jérôme Creel, François Geerolf, Sandrine Levasseur, Xavier Ragot et
Francesco Saraceno

Sciences Po, OFCE

Si l'Union européenne a jusqu'à présent bien géré la crise de la Covid-19, des tendances inquiétantes de long terme sont toujours à l'œuvre :

1. On n'observe pas de convergence des balances commerciales. En particulier, la balance commerciale de la France ne montre pas de signe de redressement ;
2. Les niveaux de richesse par habitant ne présentent pas de signe de convergence. En particulier le PIB par habitant italien est de 25 % inférieur à celui de l'Allemagne ;
3. Les niveaux de dette publique sont hétérogènes au sein de la zone euro malgré des charges d'intérêt faibles, de l'ordre de 1 % du PIB après des niveaux supérieurs à 3 % du PIB.

À l'inverse, d'autres facteurs témoignent de signes de convergence :

4. Les taux de chômage montrent des signes de décroissance après le point haut de 2012 dû à la mauvaise gestion de la crise de dettes publiques en Europe ;
5. Les coûts unitaires du travail convergent depuis 2015, notamment du fait de la dynamique des salaires allemands, qui rattrape la moyenne de l'Union européenne.

Cinq explications – parfois opposées – expliquent ces tendances, chacune d'entre elles motivant des orientations spécifiques de réformes des règles et des institutions européennes. Elles insistent sur 1) les différentiels d'inflation, 2) une demande excessive au Sud, 3) une demande insuffisante au Nord, 4) la politique industrielle ou 5) les imperfections financières.

De ces analyses, nous déduisons quatre recommandations :

Recommandation n° 1. Des politiques de stimulation de la demande interne des pays en fort excédents commerciaux doivent être mises en place, notamment par le renforcement de l'investissement public et par des politiques budgétaires plus accommodantes au nord de l'Europe.

Recommandation n° 2. La politique industrielle de l'UE se doit d'être plus ambitieuse au regard des enjeux économiques.

Recommandation n° 3. Il faut assurer une convergence nominale non déflationniste en s'accordant sur des modalités communes de fixation des salaires, notamment les salaires minimums en Europe assurant des hausses nominales dans les pays du Nord.

Recommandation n° 4. Une exclusion de l'investissement public des règles européennes est une ambition minimale. L'analyse de la soutenabilité des dettes publiques devrait conduire à des recommandations différenciées par pays et non à l'application de règles uniformes.

Introduction : l'Europe dans le monde

Alors qu'en 2017 la sortie de l'euro était évoquée par certains candidats à l'élection présidentielle, la thématique européenne est, cinq ans plus tard, étrangement absente du débat français. L'anniversaire des vingt ans de l'euro fiduciaire et des trente ans de la signature du Traité de Maastricht est ainsi fêté dans la plus grande discrétion et l'agenda de la présidence française du Conseil de l'Union européenne (UE) est rarement évoqué.

On peut voir cette absence comme une bonne ou comme une mauvaise nouvelle. Commençons par la bonne nouvelle. La gestion européenne de la crise de la Covid-19 ne prête pas le flan à des critiques virulentes tant le soutien aux États a été massif. La suspension temporaire du Pacte de stabilité jusqu'à fin 2022, la poursuite de la politique monétaire particulièrement accommodante avec les achats massifs de dettes publiques (programme PEPP jusqu'à mars 2022 et programme APP), enfin le plan Next Generation EU de 750 milliards d'euros (en euros constants de 2018) sont des politiques volontaristes inédites, voire historiques, qui soulignent des inflexions dont le débat public français ne reflète pas l'ampleur¹.

Maintenant, la mauvaise nouvelle. Si l'UE a assez fondamentalement changé depuis quelques années, cela ne doit pas faire perdre de vue que des problèmes persistent, notamment en termes de déséquilibres internes, et que les débats sur l'orientation appropriée des politiques économiques et sociales sont toujours devant nous. Ne pas en parler, c'est prendre le risque de ne pas contribuer aux réformes de l'UE qui s'imposeront alors à ceux qui n'en auront pas pris toute la mesure. Rappelons que le moment le plus intense de la crise financière de 2009 a été relativement bien géré en Europe et que les problèmes ont commencé en 2010 quand des politiques trop restrictives ont causé de dangereux déséquilibres, comme la divergence entre « centre » et « périphérie » et la hausse du chômage. Si l'Europe sait gérer les crises, la gestion de l'après-crise est plus problématique ; c'est donc dans les prochains mois et années qu'il nous faudra être particulièrement vigilants.

Le changement opéré en matière de politique européenne depuis la crise de 2010 se reflète dans le grand nombre d'institutions nouvelles dont le nom n'est connu que des spécialistes (pour les acronymes : CERS, CBE, CNP, instrument SURE, MES, projet ACCIS, APP, PEPP, UB, UMC, projet MACF, projet

1. Au sujet des politiques récentes de la BCE, voir par exemple Blot C., C. Bozou, et J. Creel, 2021, *Monetary Policy During the Pandemic: Fit for Purpose?*, Monetary Dialogue Paper, European Parliament, Luxembourg, et sur les politiques budgétaires et Next Generation EU, OFCE (2022), *L'économie européenne 2022*, Repères, 777, Paris : La Découverte.

Chips Act)². S'il est encore trop tôt pour affirmer que l'Europe est passée d'une coordination économique par des règles numériques et (plus ou moins) contraignantes à une coordination par des institutions dotées d'une dose de pouvoir discrétionnaire, il ne fait pas de doute que le paradigme de la création européenne, avec des règles impératives, a changé face à la complexité induite par la succession des crises économiques et géopolitiques. Si le changement de direction est indéniable du point de vue qualitatif, la question actuelle est celle de l'ampleur des moyens financiers en jeu : seront-ils suffisants quantitativement pour faire face aux nouveaux défis internationaux ?

De plus, la coordination par les institutions ne permet une bonne politique économique que si elle est bien organisée, avec des objectifs et des outils clairement identifiés. Le grand nombre d'institutions pose de nouveaux problèmes de coordination au sein d'instances disposant de mandats potentiellement contradictoires ou difficilement conciliables. La Banque centrale européenne (BCE) doit ainsi contribuer à la stabilité macroéconomique et à la stabilité financière, sachant que sa politique de taux bas peut interférer avec le second objectif. Les États doivent soutenir l'activité tout en assurant la transition vers une économie neutre en carbone et veiller à la soutenabilité de leurs finances publiques. Les États membres peuvent souhaiter développer leurs capacités exportatrices et, dans le même temps, attirer des capitaux étrangers de façon à financer des innovations. La condition préalable à une coordination réussie des institutions européennes est l'identification des principales sources d'instabilité de la zone euro. Nous en dénombrerons cinq qui, parce qu'elles ne font pas nécessairement consensus, méritent que l'on s'y attarde : il s'agit de la gestion de la demande, elle-même séparée en deux visions Nord/Sud, des différentiels d'inflation, de la concentration industrielle et de l'instabilité financière.

L'objet de ce *Policy brief* est donc d'identifier les convergences et divergences économiques entre les pays européens depuis la naissance de l'euro. Les débats parfois techniques sur les réglementations européennes, comme ceux sur les règles budgétaires, ne peuvent être appréhendés sans une identification claire des problèmes à venir. Par souci de place, ce *Policy brief* ne traite pas des questions environnementales mais se concentre sur les déséquilibres économiques³.

2. CERS : Comité européen du risque systémique ; CBE : Comité budgétaire européen ; CNP : Conseil national de productivité ; SURE (en anglais) : Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency ; MES : Mécanisme européen de stabilité ; ACCIS : Assiette commune consolidée pour l'impôt des sociétés ; APP (en anglais) : Asset Purchase Programme ; PEPP (en anglais) : Pandemic Emergency Purchase Programme ; UB : Union bancaire ; UMC : Union des marchés de capitaux ; MACF : Mécanisme d'ajustement carbone aux frontières ; Chips pour semi-conducteurs.

Le *Policy brief* présente les divergences européennes dans une première partie. La situation singulière de l'Allemagne, de la France et de l'Italie est évoquée. La deuxième partie se concentre sur la situation de la France au miroir de la zone euro. La troisième partie résume les cinq paradigmes explicatifs des sources d'instabilité de la zone euro et notre propre appréciation des priorités. La conclusion discute les implications sur les enjeux de court terme, notamment la réforme du cadre budgétaire européen.

1. Divergences et convergences européennes

En guise de préambule à l'analyse des convergences et divergences européennes, nous analysons l'évolution de la place de l'UE dans l'économie mondiale. Le graphique de gauche 1a représente la part de l'UE dans le PIB mondial, à côté de la Chine (CHN) et des États-Unis (USA), tandis que le graphique de droite 1b représente la part de l'investissement européen dans l'investissement mondial (qui fluctue peu sur la période). Les deux graphiques illustrent le développement impressionnant de la Chine qui représente aujourd'hui 30 % de l'investissement mondial alors qu'elle n'en représentait que 5 % il y a 20 ans. La dynamique européenne est une décroissance continue alors que les États-Unis retrouvent une croissance à partir de 2010. La divergence Europe/États-Unis s'explique par une gestion différente de l'après-crise financière internationale, accentuée dans le cas de l'UE par la crise des dettes souveraines. La dynamique s'avère inquiétante pour l'investissement après 2010. S'il convient de prendre les comparaisons internationales avec précaution – les mesures de l'investissement ne sont harmonisées ni au niveau mondial ni entre pays européens⁴ –, les dynamiques confirment des trajectoires divergentes depuis 2010.

En termes de dynamique du PIB par habitant, la crise financière de 2008 marque un point de rupture illustré par l'évolution du PIB par habitant de l'UE et des principaux pays de la zone euro (graphique 2). On observe en effet une tendance à la convergence jusqu'à la crise de 2008, suivie d'une décennie de divergence spectaculaire que la crise de la Covid-19 n'a pas remise en cause. En fin de période, le PIB par habitant de la France est de 10 % inférieur à celui

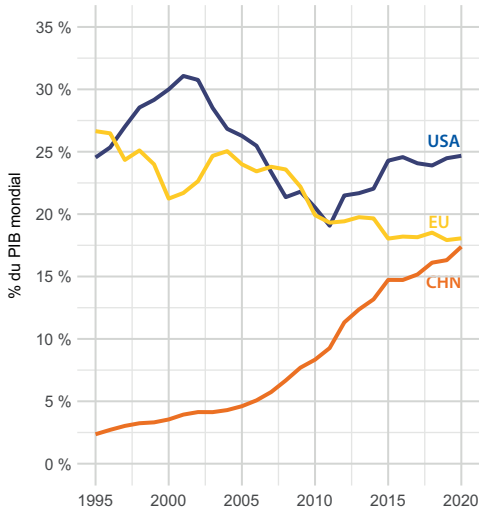
3. Sur les questions environnementales, voir récemment Reynès F., Hamdi-Cherif M., Landa G., Malliet P. et Tourbah A., 2022, « Placer l'environnement au cœur de la politique économique », *OFCE Policy brief*, n° 100, 9 février.

4. La question de la mesure de l'investissement, en particulier de l'investissement public européen, a été discutée récemment dans *European Public Investment Outlook* (Cerniglia, Saraceno et Watt, 2021). Pour le secteur du numérique, voir la discussion de Gaglio et Guillou (2018) : <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/pbrief/2018/OFCEpbrief36.pdf>

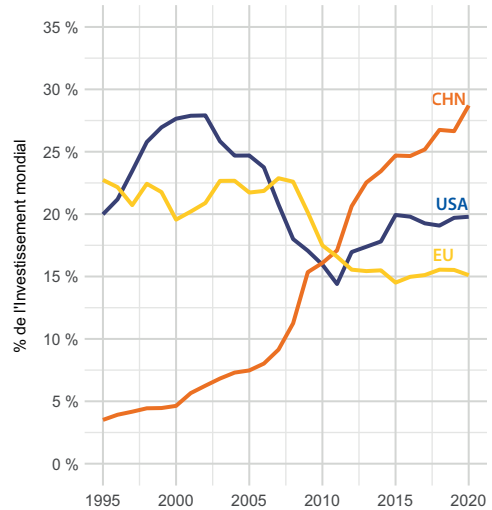
de l'Allemagne (DEU) alors qu'il lui était quasiment équivalent en 2005. Le PIB par habitant italien (ITA) est équivalent à son niveau lors de la création de l'euro.

Graphique 1. L'UE dans le monde

1a) PIB en pourcentage du PIB mondial

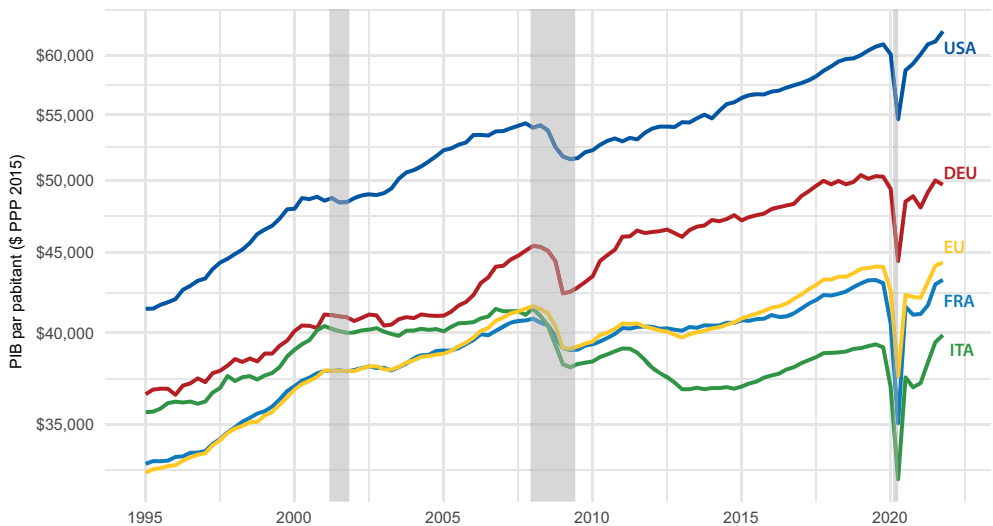


1b) Investissement en pourcentage de l'Investissement mondial



World Development Indicators.

Graphique 2. PIB par habitant, en parité de pouvoir d'achat de 2015



Données OCDE.

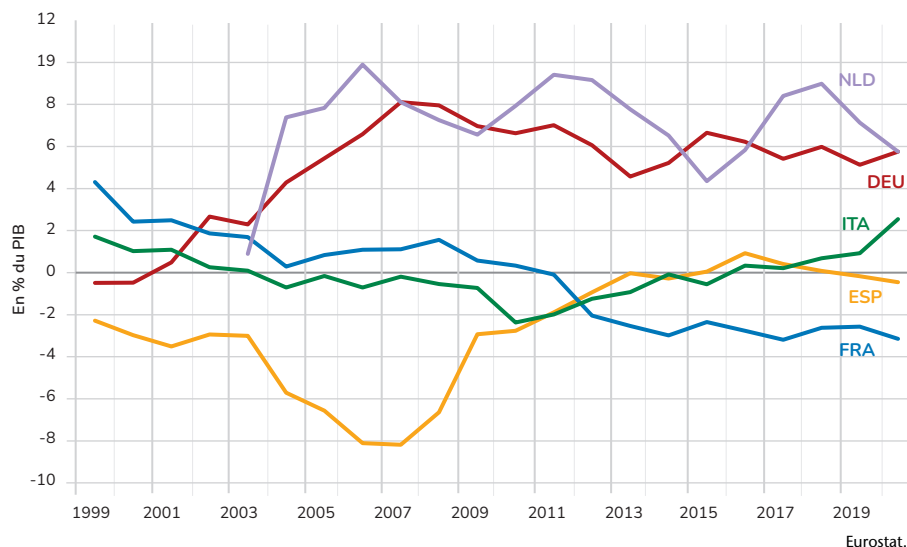
Plus précisément, la première décennie de la monnaie unique connaît une convergence des niveaux de PIB par habitant du fait de la forte croissance des pays de la « périphérie » de la zone euro (notamment l'Espagne et la Grèce). Cette croissance se fait cependant au prix de déséquilibres externes croissants (voir ci-dessous) initialement financés par des flux de capitaux internes à la zone euro. Avec la crise financière mondiale et les doutes sur la soutenabilité de la croissance de certains pays, on assiste à un retournement des flux de capitaux ; la crise de la dette qui suit et la longue période de consolidation budgétaire creusent l'écart entre les pays du « centre » et ceux de la « périphérie ». Parmi ces derniers, l'Italie se singularise : tout en n'étant pas en déséquilibre externe (voir plus loin), elle reste dans le peloton de queue pendant la première décennie de l'euro (son retard de croissance remonte en fait au début des années quatre-vingt-dix). À la suite de la crise, elle décroche et, mis à part la période 2010-2012, sa performance en termes de croissance est similaire à celle de la Grèce.

Déséquilibre des balances courantes

La balance courante inclut à la fois les flux de marchandises et de services (la balance commerciale des biens et services) et les flux de revenus et transferts entre les pays. C'est un indicateur des déséquilibres entre les pays qui permet d'évaluer la dépendance d'un pays aux financements étrangers. Une balance courante excédentaire se traduit comptablement par des flux de financement à destination du reste du monde (*i.e.* le pays est prêteur) tandis qu'un déficit se traduit par des flux de financement en provenance du reste du monde (*i.e.* le pays est emprunteur). Par exemple, la balance courante de la France est moins déficitaire que ne pourrait laisser penser le niveau de sa balance commerciale parce que la France retire des revenus importants des investissements de ses multinationales à l'étranger.

Dans le cadre d'une zone monétaire telle que la zone euro, deux sortes d'équilibre/déséquilibre sont à considérer : l'équilibre de la zone vis-à-vis du reste du monde (équilibre « externe » de la zone) et l'équilibre de chacun des pays de la zone vis-à-vis de ses partenaires (les équilibres « internes »). Un déséquilibre « externe » va affecter la valeur du taux de change de l'euro qui, en retour, va aider à le résorber. En revanche, un déséquilibre « interne » du fait d'un différentiel d'inflation ne peut être résorbé par une modification du taux de change nominal (il n'y en a pas) mais seulement par des rééquilibrages internes.

Graphique 3. Balance courante par rapport à la moyenne de la zone euro



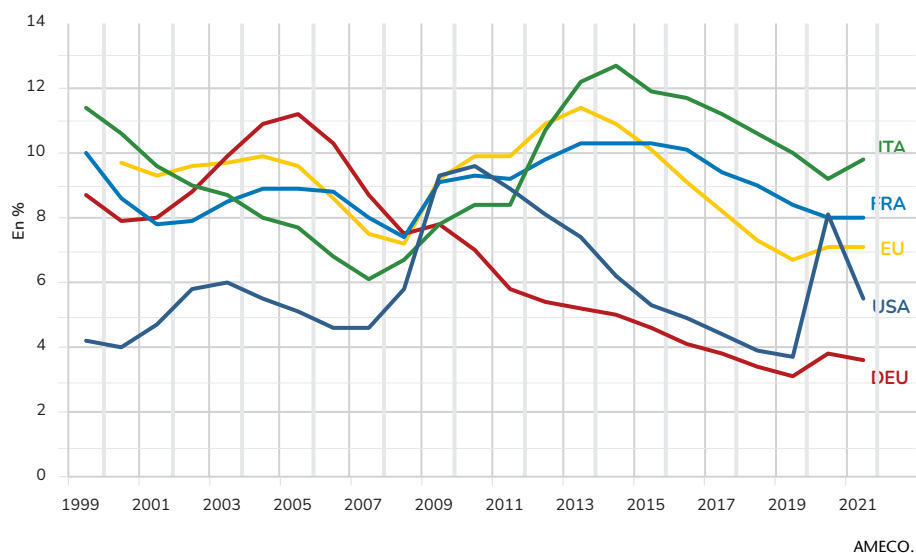
Le graphique 3 permet d'identifier les déséquilibres entre les pays de la zone euro. De 2000 à 2010, la divergence européenne se caractérise par la dégradation continue de la balance courante espagnole, qui atteint -8 % du PIB en 2007. L'Espagne (ESP) est alors emprunteuse et finance sa bulle immobilière par des entrées de capitaux. La crise de 2008 conduit à un rééquilibrage douloureux de la situation économique en Espagne – avec un taux de chômage qui atteint 25 % en 2013 avant de redescendre à 15 % au troisième trimestre 2021 –, qui contribue à réduire le déficit de sa balance courante. L'Allemagne et les Pays-Bas (NLD) connaissent des excédents très élevés de leur balance courante et un régime de croissance tirée par la demande externe. La France connaît une dégradation continue de sa balance courante jusqu'à être le seul grand pays avec une balance négative. La situation est même plus inquiétante que ce que montre le graphique dans la mesure où la zone euro est globalement exportatrice de l'ordre de 3,1% du PIB de la zone euro au deuxième trimestre 2021, ce qui indique que l'euro pourrait s'apprécier. Ceci pourrait contribuer encore à la dégradation de la balance courante française.

Taux de chômage

L'évolution du taux de chômage dans l'Union européenne (graphique 4) permet de représenter simplement la gestion du cycle économique dans la zone et de la comparer à celle des États-Unis.

On peut observer deux périodes. La première de 1999 à 2008 témoigne de la réduction progressive du chômage dans l'Union européenne. Puis la crise de 2008 montre la gestion macroéconomique très différente entre l'Union européenne et les États-Unis. L'UE connaît une seconde hausse du taux de chômage du fait des politiques budgétaires restrictives tandis que les États-Unis soutiennent l'activité et connaissent une baisse continue du chômage. Par souci de lisibilité, seuls quelques pays sont représentés. La France suit la moyenne européenne tandis que l'Allemagne suit la tendance américaine du fait d'une activité portée par les exportations. Le taux de chômage des pays européens connaît de grandes variations. Le taux de chômage espagnol monte à 25 % en 2013 avant de descendre à 14 % en 2019. Le taux de chômage de la Pologne était de 20 % en 2002 puis baisse continument jusqu'à 3 % en 2019. Le taux de chômage italien monte à 13 % en 2013 avant de descendre lentement à 10 % en 2019. De ce fait, la dispersion des taux de chômage entre les pays est aujourd'hui élevée.

Graphique 4. Taux de chômage dans la zone euro et de certains pays

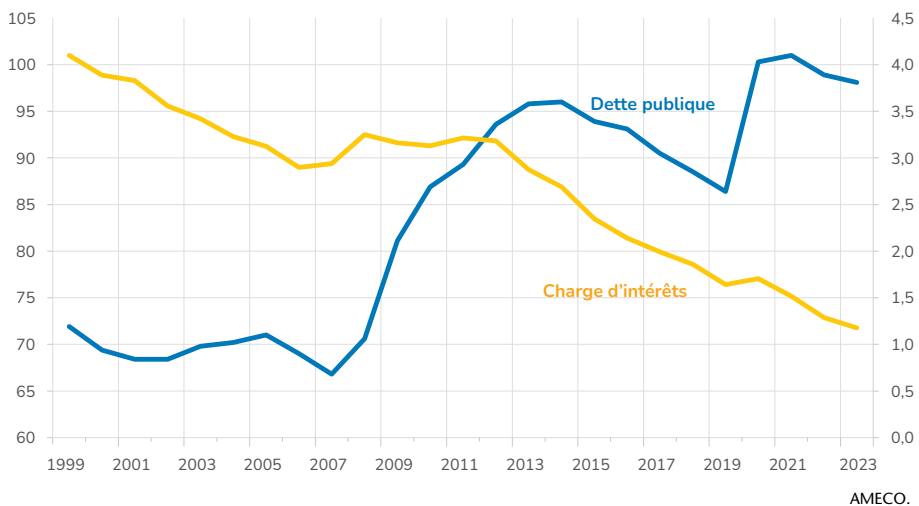


La gestion de la crise de la Covid-19 par les États montre à ce jour une faible hausse du chômage dans les pays européens, contrairement aux États-Unis qui connaissent une hausse élevée puis une baisse rapide. L'utilisation de dispositifs comme celui du chômage partiel en Europe a contribué au maintien en emploi.

Dettes et taux d'intérêt

La dette publique des 12 pays de la zone euro (en points de PIB) est aujourd'hui 30 points plus élevée qu'elle ne l'était en 1999 (graphique 5). Jusqu'à la crise de 2008, elle est restée stable autour de 70 % du PIB pour ensuite augmenter jusqu'en 2012-2013. C'est à ce moment que le (timide) retour de la croissance et la consolidation budgétaire ont permis au ratio « dette/PIB » d'entamer une baisse tendancielle, interrompue par la pandémie qui a fait chuter le PIB et augmenter considérablement les dépenses publiques.

Graphique 5. Dette publique (échelle de gauche) et charge d'intérêts (échelle de droite) exprimées en pourcentage du PIB (zone euro à 12 pays)

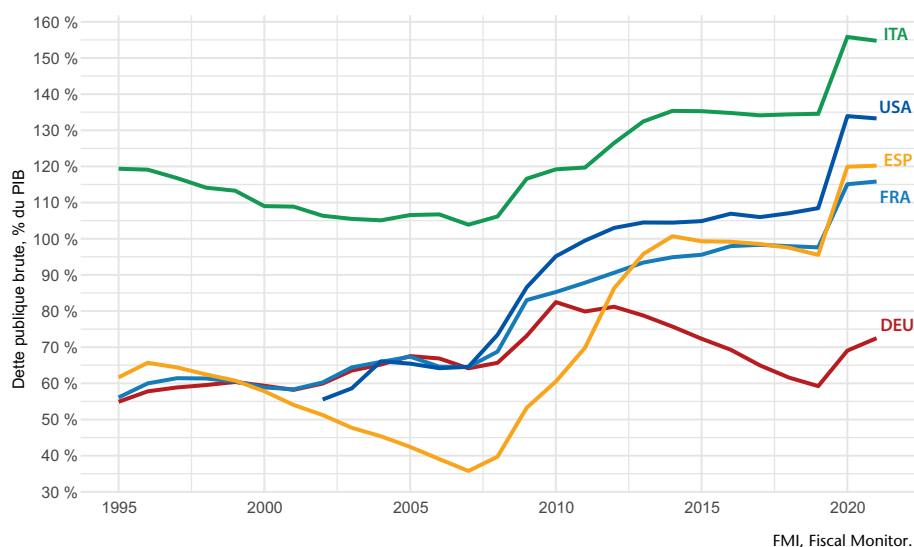


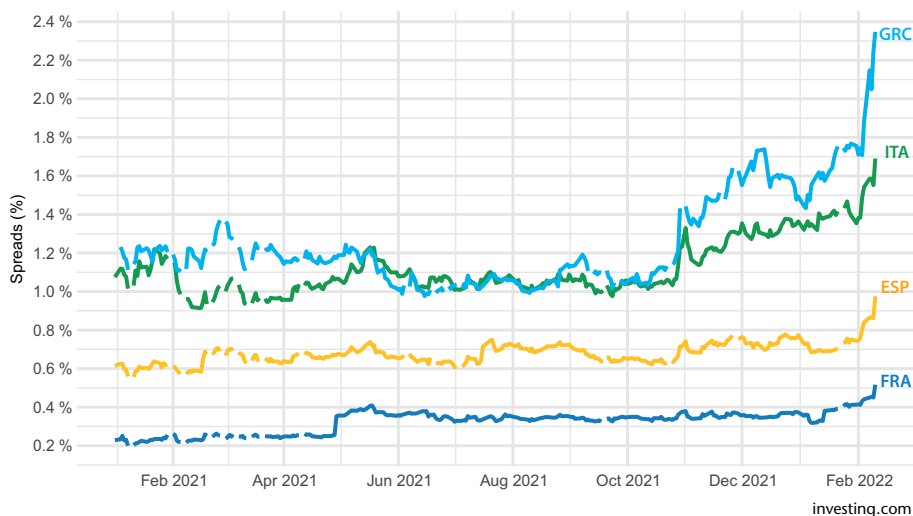
Il est intéressant de comparer les deux crises. La crise de 2008 a été moins violente mais la réponse des autorités budgétaires plutôt timide, puis les crises de la dette souveraine ont pesé sur la reprise. Le ratio « dette/PIB » a donc continué d'augmenter en dépit des efforts de consolidation budgétaire. En 2020, la politique du « quoi qu'il en coûte » menée par tous les pays avancés (quoiqu'à des degrés divers) et la sévérité de la crise ont fait exploser la dette ; toutefois, ceci a permis un rebond rapide de la croissance qui a contribué à stabiliser le ratio d'endettement. La mise en regard de l'évolution de la dette du graphique 5 avec le taux de chômage du graphique 4 met en lumière le rôle des politiques budgétaires restrictives, maintenant bien documenté (iAGS, 2019).

L'augmentation de la dette ne pose pas de problème immédiat de soutenabilité du fait de la chute des taux d'intérêt qui, en 20 ans, a divisé par quatre le poids de la charge d'intérêts en pourcentage du PIB. Cette tendance à la baisse a vocation à persister au-delà de la phase actuelle de flambée des prix – le taux d'intérêt réel d'équilibre a beaucoup baissé en vingt ans – et permet d'avoir une perspective de réduction de la dette à long terme et de privilégier des solutions différentes des programmes de consolidation qui ont été menés dans les années 2010 (Blanchard, 2019 ; Creel *et al.* 2021).

Cette tendance moyenne des dettes publiques dans la zone euro masque cependant des hétérogénéités importantes. La dette publique de la France s'est établie à 116 % du PIB au troisième trimestre 2021 contre 69,4 % en Allemagne. Comme le montre le graphique 6, la divergence entre la France et l'Allemagne a eu lieu dans un temps très court, de 2010 à 2019 ; sur longue période, les dynamiques des dettes publiques française et allemande sont remarquablement similaires. L'augmentation récente des dettes publiques a mis au jour une remontée des écarts de taux d'intérêt de long terme vis-à-vis de l'Allemagne (les fameux *spreads*, voir le graphique 7) qui témoigne d'une nouvelle phase de divergence financière entre les États membres de la zone euro.

Graphique 6. Dette publique de quelques pays



Graphique 7. *Spreads de taux d'intérêt sur les dettes publiques par rapport à l'Allemagne*

Performances et convergence des prix au sein de la zone euro

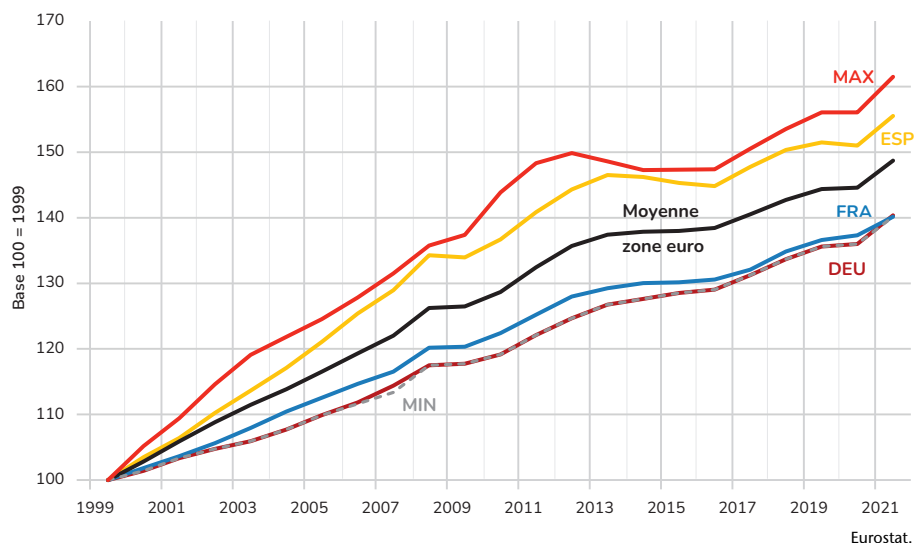
La BCE a reçu pour mandat la stabilité des prix au sein de la zone euro, qui est interprétée comme le maintien de l'inflation (harmonisée) en deçà des 2 %. Cet objectif d'inflation n'a été que rarement atteint durant les dix premières années de vie de la monnaie unique (seulement en 1999) et c'est finalement au moment où la viabilité de la zone euro commence à être très questionnée (en 2013) que l'inflation reflue en dessous (voire très en dessous) de la cible des 2 %. Cette baisse de l'inflation moyenne au sein de la zone euro s'accompagne aussi d'une hétérogénéité persistante des taux d'inflation entre les pays qui conduit à une divergence des niveaux des prix.

Durant les six à sept premières années de l'euro, deux groupes de pays se sont distingués : certains pays (tels que l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, l'Italie et le Portugal) avaient des taux d'inflation supérieurs, voire très supérieurs, à 2 % tandis que des pays davantage du « cœur » (l'Allemagne, l'Autriche, la France, mais aussi la Finlande) avaient des taux inférieurs, voire très inférieurs, à la cible de la BCE. Après les crises de dettes bancaire et souveraine qui vont affecter les pays périphériques en 2011/2012, l'inflation chute très en deçà des 2 % dans ces pays mais aussi, plus généralement, dans tous les pays de la zone euro. C'est donc une convergence des taux d'inflation « vers le bas » que l'on a eu tendance à observer en zone euro après 2010. La reprise de l'inflation à la fin 2021 en zone euro a cependant pour effet de stopper cette (légère) tendance à la convergence : les pays les plus (respectivement, les moins) inflationnistes au début de la création de l'euro ont tendance à être les

moins (respectivement, les plus) inflationnistes en 2021. Le graphique 8 indique l'effet cumulé de ces évolutions de l'inflation par la comparaison du niveau des prix avec une base 100 en 1999. On observe la faiblesse de l'inflation allemande et la dynamique du niveau des prix espagnols surtout jusqu'en 2013. Dans ce graphique, la France connaît une dynamique inférieure à celle de la zone euro.

Le niveau des prix ne permet pas à lui seul d'identifier les divergences nominales entre les pays car des prix élevés peuvent être le signe d'une meilleure qualité, ou bien d'un effet dit de Balassa-Samuelson d'augmentation plus rapide des prix dans les pays en rattrapage due à la croissance de la productivité plus rapide dans le secteur des biens échangeables que dans celui des biens non échangeables. De ce fait, le coût unitaire du travail (CUT) est souvent utilisé en complément. Il mesure les salaires (et primes) en les corrigeant de la productivité du travail. Le CUT augmente lorsque les salaires augmentent ou lorsque la productivité diminue. Une stabilité de la part des salaires dans l'économie signifie que les CUT nominaux augmentent comme l'inflation.

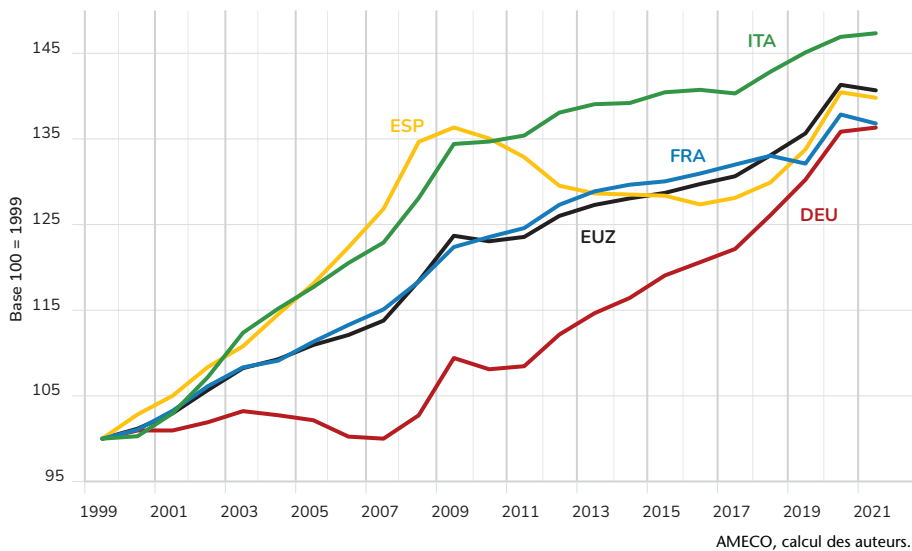
Graphique 8. Indice des prix harmonisé en niveau



Le graphique 9 montre la trajectoire singulière du CUT allemand au sein de la zone euro. Pendant les dix premières années de l'euro, l'Allemagne a connu une dynamique des salaires bien inférieure à celle de la productivité. Cela a renforcé la compétitivité « coût » de l'Allemagne qui est sans doute un

facteur explicatif de sa capacité exportatrice. Le CUT de la France évoluant comme celui de la moyenne de la zone euro, cet indicateur ne peut expliquer à lui seul la faiblesse française en matière de performances commerciales. En 2010, l'écart de CUT entre la France et l'Allemagne s'était creusé de 15 % en faveur de l'Allemagne, mais cet écart était résorbé en 2020. Les fluctuations de CUT espagnols sont spectaculaires, tout comme la trajectoire élevée des CUT italiens, sans conduire à un déficit commercial. Il faut insister sur le rattrapage de fin de période entre l'Allemagne et la moyenne de la zone euro. L'Allemagne, après l'introduction d'un salaire minimum en 2015, connaît une dynamique salariale élevée qui va contribuer aux réajustements intra-européens.

Graphique 9. Coûts unitaires nominaux du travail



Une approche par les désajustements internes

Ainsi, les débuts de l'euro ont témoigné d'une divergence accrue des trajectoires de prix relatifs entre les pays du nord de la zone euro (Allemagne et Pays-Bas, par exemple) et ceux du sud (Espagne et Italie, par exemple). Le graphique 10 présente une mesure des déséquilibres par les seuls désajustements nominaux, ce qui permet de discuter des dynamiques de divergence (voir encadré). Cette approche repose sur l'hypothèse que les niveaux de prix permettent seuls d'ajuster les déséquilibres des balances commerciale et courante, ce qui est une lecture partielle des mécanismes, comme discuté dans la partie 3. En 2006, le désajustement nominal des prix entre les

Pays-Bas et l'Espagne, c'est-à-dire entre les pays aux prix de valeur ajoutée les plus sous-évalués et surévalués de l'échantillon du graphique 10, s'établissait à plus de 50 % (voir l'encadré sur la méthode employée). Les prix aux Pays-Bas étaient 30 % trop bas par rapport à la moyenne des pays de la zone euro pour y assurer la stabilisation de la position extérieure nette tandis qu'ils étaient 20 % trop élevés en Espagne. En cette même année, la France avait un désajustement positif : ses prix étaient 4 % trop bas par rapport à la moyenne de la zone euro. En termes relatifs, cependant, l'économie française souffrait d'un désavantage compétitif de l'ordre de 15 % par rapport à l'Allemagne. Selon Le Moigne et Ragot (2015), cet écart s'explique principalement par la modération salariale allemande dans les secteurs abrités (non soumis directement à la concurrence internationale) et permet d'expliquer jusqu'à 40 % de l'écart des performances exportatrices entre les deux pays⁵.

À partir de la crise financière internationale, on assiste à un mouvement de convergence dans la zone euro. Les causes de cette phase de convergence sont multiples : ralentissement de l'activité, donc de la demande de biens et services, à la suite de politiques d'austérité budgétaire, ralentissement dans la hausse des coûts unitaires, et/ou différenciation selon l'origine et la destination du commerce extérieur. Trois éléments sont frappants dans cette phase de convergence européenne des prix relatifs.

Premièrement, cette phase est le fait aussi bien des pays en situation de sous-évaluation que de ceux en surévaluation de leurs prix. L'écart par rapport à la moyenne de la zone euro diminue aussi bien en Allemagne et aux Pays-Bas qu'en Espagne (et en Italie, dans une moindre mesure)⁶. La sous-évaluation des prix aux Pays-Bas et en Allemagne va se réduire de près de 20 % et 15 % respectivement tandis que la surévaluation des prix en Espagne se réduit de 17 %. L'écart de prix entre l'Allemagne et l'Espagne se réduit donc de près de 30 % sur cette période bien qu'il subsiste un écart de près de 20 % en 2020.

Deuxièmement, la crise de la Covid-19 n'a pas, jusqu'en 2020, modifié sensiblement cette phase de convergence. Allemagne et Espagne s'écartent respectivement d'1 point de leur désajustement en 2018, et l'Italie de 4 points – mais pour se trouver en position de sous-évaluation de ses prix relatifs par rapport à la moyenne de la zone euro désormais – tandis que les Pays-Bas ont poursuivi leur dynamique de convergence vers la moyenne de la zone euro.

5. Voir aussi Camatte et Daudin (2020) sur un échantillon un peu plus long.

6. Sur l'ensemble de la période considérée (2000-2020), l'Italie est l'économie la plus proche de la moyenne de la zone euro.

Troisièmement, la France fait figure d'exception. Alors que son économie tendait à converger vers la moyenne de la zone euro jusqu'en 2010, au contraire de ses grands partenaires de la zone euro jusqu'en 2008, et en avance de phase par rapport à eux entre 2008 et 2010, la divergence n'a plus cessé de s'amplifier depuis. Ainsi, malgré la baisse de 15 % des prix relatifs en Allemagne entre 2008 et 2020 par rapport à la moyenne de la zone euro, l'écart avec la France reste de l'ordre de 25 %, soit 10 points de plus qu'en 2006 en pleine période de divergence européenne. L'écart avec l'Italie est compris entre 6 et 15 % depuis 2018, l'Italie étant plus compétitive que la France à l'aune de cette évaluation. Il faut s'interroger, dans le cas français, sur le décalage entre la convergence des coûts unitaires du travail (graphique 9) et la persistance des difficultés d'exportation mesurées par les désajustements nominaux du graphique 10. Ce décalage témoigne-t-il d'un effet d'inertie, et les difficultés françaises d'exportation s'estomperont, ou d'un effet-qualité et les difficultés françaises auront alors tendance à persister ?

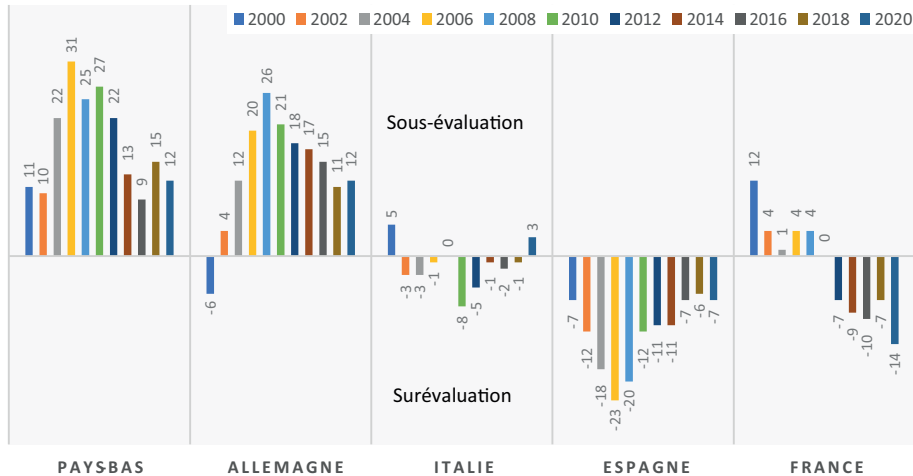
Certes, l'amplification de la surévaluation des prix en valeur ajoutée en France entre 2018 et 2020 peut tenir aux circonstances exceptionnelles de la crise de la Covid-19 (chute du tourisme, secteur aéronautique en berne) qu'il conviendra d'attribuer également à d'autres pays de l'échantillon passés par la même crise. Elle n'en demeure pas moins un avertissement quant à la capacité de la France à améliorer ses performances à l'exportation ou à trouver en interne les conditions d'une reprise pérenne de son activité économique.

Encadré. Ajustements nominaux en zone euro

Les ajustements de prix relatifs internes à la zone euro présentés dans le graphique 10 sont calculés à partir d'une méthode développée par Bruno Ducoudré, Xavier Timbeau et Sébastien Villemot (voir Ducoudré *et al.*, 2018). Cette approche consiste à modéliser les prix des 11 principales économies de la zone euro, en prenant en compte la structure des échanges intra zone, la sensibilité des balances commerciales aux prix relatifs, la position des économies dans le cycle et en posant des contraintes sur l'évolution des positions extérieures nettes. Ils en déduisent des cibles de balances courantes et des prix relatifs qui permettent d'estimer les désajustements intra zone euro (approche dite des taux de change réels d'équilibre). Ces désajustements correspondent aux variations de prix de valeur ajoutée qui doivent être réalisées simultanément pour que tous les pays atteignent leur cible de balance courante à un horizon de 20 ans. Ces cibles de balance courante et les ajustements de prix relatifs correspondants permettent à la fois de stabiliser la position extérieure nette de chaque pays si celle-ci ne dépasse pas la référence de -35 % du

PIB figurant dans le tableau de bord des indicateurs de déséquilibres macroéconomiques⁷ ou de la ramener à cette référence à un horizon de 20 ans, et de refermer les écarts de production (*output gaps*). La modélisation repose sur l'hypothèse d'un taux d'intérêt réel égal à 1 % et n'introduit aucune variation de la valeur externe de l'euro.

Graphique 10. Indicateurs des désajustements nominaux internes par rapport à la moyenne de la zone euro (en %)



Les données des années 2000 à 2016 sont issues de Ducoudré, Timbeau et Villemot (2018) ; celles de 2018 et 2020 ont été actualisées par Bruno Ducoudré.

Cette première partie a montré la possibilité d'une quadruple mesure des divergences, en termes de richesse par habitant, de niveau de taux de chômage, de balance courante et de divergences nominales. Ainsi, il ne peut y avoir un indicateur unique résumant la situation allemande, française et italienne. Cette diversité des trajectoires peut être le résultat de mécanismes communs ayant des effets différents entre les pays, ce que l'on abordera dans la troisième partie. Auparavant, il faut s'arrêter sur la situation de la France dans la zone euro.

7. Afin de prévenir et de traiter les déséquilibres macroéconomiques au sein de la zone euro et plus généralement de l'UE, une Procédure concernant les Déséquilibres Macroéconomiques (PDM) a été mise en place par la Commission européenne en 2011. Ce mécanisme de surveillance repose sur un tableau de bord consistant en une série d'indicateurs macroéconomiques.

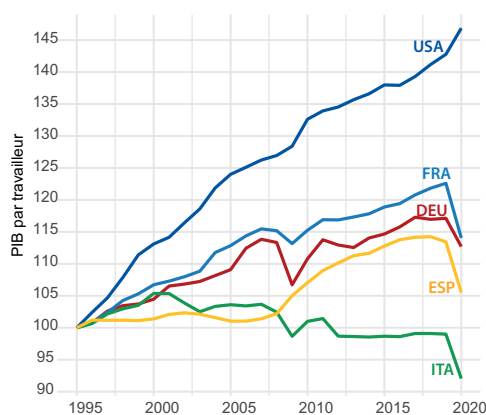
2. La France

La situation de la France dans l'UE a été décrite dans les pages précédentes dans le cadre des divergences européennes. Cette partie se concentre sur des statistiques permettant de mieux identifier les singularités françaises. Tout d'abord, si la trajectoire du PIB par habitant montre que les performances de la France sont relativement moyennes (graphique 2), l'on peut décomposer le PIB par tête comme le produit de la productivité du travail par le taux d'emploi.

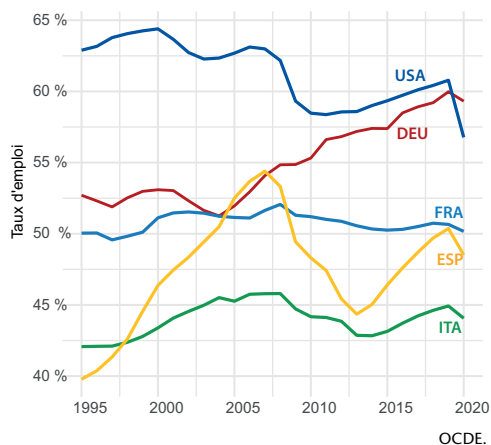
En comparaison européenne, la France a connu une hausse importante de la productivité du travail sur la période. Le graphique 11, présentant l'évolution du PIB par travailleur, confirme la situation singulière de l'Italie et sa divergence avec l'Espagne après la crise de 2008.

La productivité française par travailleur va de pair avec un taux d'emploi faible (graphique 12). Ce dernier est lui-même le résultat des dynamiques du taux de participation et du taux de chômage. De ce fait, l'emploi rapporté à la population est resté constant à 50 % sur la période alors qu'il est passé de 53 % à 60 % en Allemagne (avec toutefois une baisse substantielle du nombre d'heures travaillées due à l'augmentation du temps partiel). Le graphique montre que l'écart entre la France et l'Allemagne provient essentiellement de la dynamique des emplois qui est singulière en Allemagne par rapport aux autres pays européens.

Graphique 11. PIB par travailleur



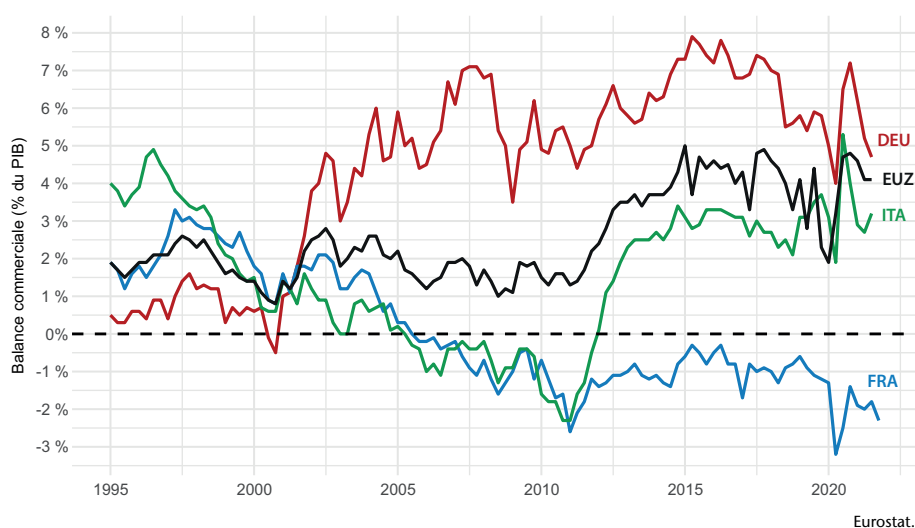
Graphique 12. Taux d'emploi



Si l'on a vu que la situation de la France est singulière en termes de balance courante, il convient de s'arrêter sur le diagnostic afin d'identifier le sens de cette tendance. Tout d'abord, la dégradation de la balance courante est conduite par la dynamique des exportations nettes (soit les exportations

moins les importations de biens et services). Alors que le solde commercial était excédentaire en 2000 (et proche de 1 % du PIB), il s'est continuellement dégradé pour devenir déficitaire en 2006 (et atteindre -1 % du PIB en 2019). À ce stade, il est difficile de déterminer si les données de 2020 indiquent une tendance nouvelle tant la crise de la Covid-19 a modifié le secteur du tourisme et celui de l'aéronautique. Cependant, s'arrêtant en 2019, la France s'avère singulière : c'est le seul grand pays de la zone euro dont la balance commerciale est située en territoire négatif.

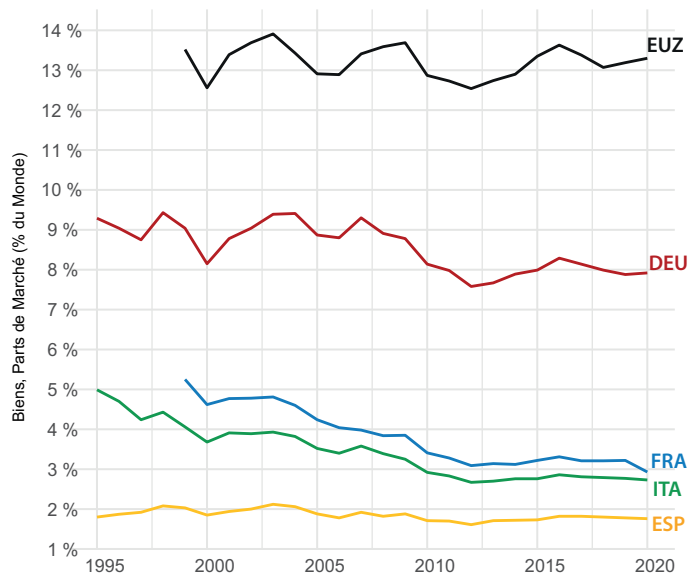
Graphique 13. Balance commerciale



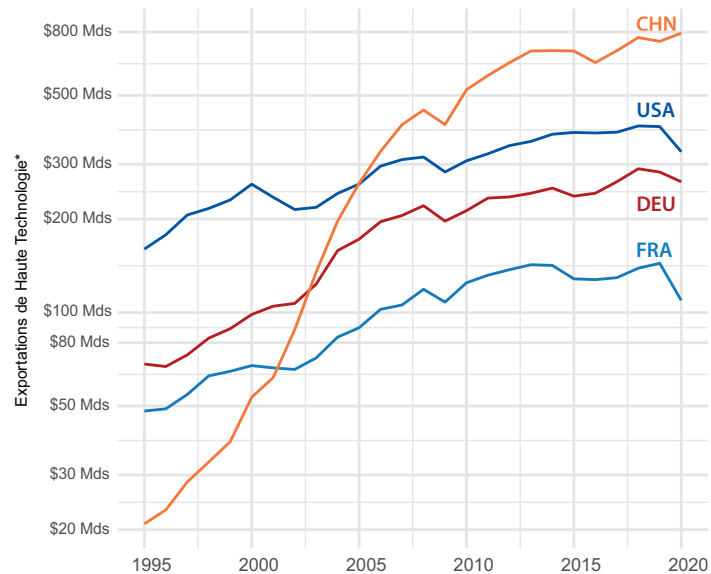
Cette tendance se confirme lorsque l'on regarde les parts de marché à l'exportation, mesurées par la part des exportations françaises dans les exportations mondiales. La France connaît une décroissance des parts de marché à l'exportation de 5 % en 1999 à 3 % en fin de période. L'Allemagne connaît quant à elle une perte un peu moindre, avec des parts de marché à l'exportation qui passent de 9,5 % à 8 % dans le même temps. L'UE connaît une relative stabilité de ses parts de marché, les pertes de parts de marché des uns étant compensées par les gains des autres.

Si l'on concentre encore l'analyse sur les biens de haute technologie, on voit tout d'abord l'essor de la Chine qui multiplie par 16 le montant de ses exportations sur les années 2000 à 2020. Le graphique 15 montre le déclin relatif de la France par rapport à l'Allemagne qui se rapproche des montants américains.

Graphique 14. Parts de marché des biens



Graphique 15. Exportations en haute technologie



* Exportations de Haute Technologie = aéronautique, informatique, électronique, optique, pharmacie.
Eurostat, OCDE.

3. Cinq explications des déséquilibres de la zone euro

La représentation précédente des convergences et divergences dans la zone euro donne une image contrastée des problèmes européens. Les mécanismes à l'œuvre étant multiples, le débat reste ouvert entre les économistes.

Cette section 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.

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)⁸. 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. À 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

8. Pour une critique de cette position, voir e.g. J. Creel (2019), « European imbalances : the sound and the fury », dans P. Dobrescu (ed.), *Development in Turbulent Times. The Many Faces of Inequality Within Europe*, Springer.

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 *a minima* des règles européennes en gardant de fortes incitations à réduire les dettes publiques pour les pays dépassant le seuil de 60 % du PIB⁹ 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 européens¹⁰. Rappelons que l'excédent de la balance courante allemande (cf. graphique 3) 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.

9. Voir par exemple, la proposition Maastricht 2.0 d'évolution du cadre européen. <https://voxeu.org/article/maastricht-20-safeguarding-future-eurozone>

10. Voir par exemple : Creel, Jérôme et Jacques Le Cacheux, « La nouvelle désinflation compétitive européenne », *Revue de l'OFCE*, vol. n° 98, no. 3, 2006, 7-36 ; Geerolf, François, et Thomas Grjebine. « III/ Désindustrialisation (accélérée) : le rôle des politiques macroéconomiques », CEPII éd., *L'économie mondiale 2021*. La Découverte, 2020, pp. 41-54.

Cette explication est celle privilégiée désormais par les économistes anglo-saxons, par le Fonds Monétaire International¹¹ et par le Trésor Américain¹², 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'extérieur¹⁴. 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 européennes¹⁵.

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 écologique¹⁶.

11. Voir par exemple: IMF (2019), Germany: Article IV. Country Report No. 19/214. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/07/09/Germany-Selected-Issues-47094>

12. Voir par exemple: Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States, U.S. Department of the Treasury, December 2021. <https://home.treasury.gov/system/files/206/December-2021-FXR-FINAL.pdf>

13. Voir par exemple « The World has a Germany Problem: The Debt Obsession That Ate the Economy », *New York Times* opinion : <https://www.nytimes.com/2019/08/19/opinion/trump-germany-europe.html>

14. Voir par exemple : Almunia M., Antràs P., Lopez-Rodriguez D. & Morales E., 2021, Venting Out: Exports during a Domestic Slump, *American Economic Review*, vol. 111, n° 11, pp. 3611–3662.

15. Ces modifications peuvent être réalisées à traités inchangés. Différentes propositions vont dans ce sens, voir Martin, Pisani-Ferry et Ragot (2021), ou encore Creel et Ragot (2022).

16. Voir aussi : François Geerolf, Thomas Grjebine « Rééquilibrage de la zone euro : plus facile avec le bon diagnostic », *Lettre du CEPII*, n° 411, octobre 2020.

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 (graphique 11) : 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'agglomération¹⁷. Cet effet, mesuré aux États-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.

17. Voir des estimations initiales de A. Ciccone, 2002 « Agglomeration effects in Europe », *European Economic Review*, vol.45, février, pp. 213-227. Voir aussi M. Demertzis, A. Sapir et G. Wolff, 2019, « Promoting sustainable and inclusive growth and convergence in the European Union », *Bruegel Policy Contribution*, n° 7, avril.

18. « Compléter l'Union économique et monétaire européenne », rapport préparé par J.-C. Juncker avec D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi et M. Schulz., Commission européenne.

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 États 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 États 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.

4. Conclusion : pour une évolution de la gouvernance économique

L'objet de cet article est de contribuer à l'identification des nombreux enjeux pour le rééquilibrage de l'Union européenne. Les discussions à court terme seront dominées par la réforme des règles budgétaires européennes et

19. <https://www.consilium.europa.eu/fr/policies/capital-markets-union/>

l'opportunité d'une pérennisation d'une capacité d'endettement européenne après Next Generation EU. Différentes propositions d'évolution des règles sont en débat (voir la présentation du débat dans le *OFCE Policy brief*, n° 92, Creel *et al.*, 2021). 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 États 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 manœuvre 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 uniformes²⁰.

20. Martin, *et al.* (2021) présente le cadre institutionnel permettant des recommandations différenciées par pays.

Références

- Antonin C., S. Levasseur et V. Touzé., 2018, « L'Union bancaire face au défi des prêts non performants », *Revue de l'OFCE*, n° 158, pp. 227-252.
- Antonin C., M. Guerini, M. Napoletano et F. Vona, 2019, « Italie : sortir du double piège de l'endettement élevé et de la faible croissance », *OFCE Policy brief*, n° 55, 14 mai.
- Antonin C., S. Levasseur et V. Touzé, 2017, « Les deux premières années de l'Union bancaire », in *L'économie européenne 2017* (sous la direction de J. Creel), Repères, La Découverte.
- Blanchard, O. 2019, « Public Debt and Low Interest Rates », *American Economic Review*, 109 (4): p. 1197-1229.
- Blot C., C. Bozou, et J. Creel, 2021, *Monetary Policy During the Pandemic: Fit for Purpose?*, Publication for the Committee on Economic and Monetary Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg.
- Camatte H. et G. Daudin, 2020, « Une histoire du désajustement franco-allemand (1995-2011) », *OFCE Le Blog*, octobre.
- Cerniglia F., F. Saraceno et A. Watt (eds.), 2021, *The Great Reset: 2021 European Public Investment Outlook*, OpenBook Publishers.
- Creel J. et X. Ragot (2022), « Le cadre budgétaire européen : règles vs capacité budgétaire permanente, ou les deux à la fois ? », dans OFCE (2022), *L'économie européenne 2022*, Repères, 777, Paris : La Découverte.
- Creel J., É. Heyer, M. Plane, C. Poirier, X. Ragot (dir), F. Saraceno et X. Timbeau, 2021, « Dette publique : un changement de paradigme, et après ? », *OFCE Policy brief*, n° 92, 6 octobre.
- Creel, Jérôme et Jacques Le Cacheux, « La nouvelle désinflation compétitive européenne », *Revue de l'OFCE*, vol. n° 98, no. 3, 2006, 7-36
- Creel J., 2019, « European imbalances: The sound and the fury », dans P. Dobrescu (ed.), *Development in Turbulent Times. The Many Faces of Inequality Within Europe*, Springer.
- Ducoudré B., X. Timbeau et S. Villemot, 2018, « L'ampleur des désajustements en zone euro en 2017 », *Revue de l'OFCE*, n° 158, novembre.
- Gaglio C. et S. Guillou, 2018, « Le tissu productif numérique en France », *OFCE Policy brief*, n° 36, 12 juillet.
- Geerolf F. et T. Grjebine, 2020, « Rééquilibrage de la zone euro : plus facile avec le bon diagnostic », *Lettre du CEPII*, n° 411, octobre.
- Gita Gopinath, ?ebnem Kalemli-Özcan, Loukas Karabarbounis, Carolina Villegas-Sanchez, « Capital Allocation and Productivity in South Europe », *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 132, Issue 4, November 2017, pp. 1915–1967
- IAGS, 2019, « The Imperative of Sustainability: Economic, social, environmental », <https://www.iags-project.org/documents/iASES%202019%20The%20Imperative%20of%20Sustainability%207th%20ed%20100119.pdf>
- Le Moigne, M. et X. Ragot, 2015, « France et Allemagne : une histoire du désajustement européen », *Revue de l'OFCE*, n° 142, pp. 177-231.
- Martin, P., Pisani-Ferri, J. et Ragot, X. 2021, « Pour une refonte du cadre budgétaire européen », *Note CAE63*.
- OFCE, 2022, *L'économie européenne 2022*, Repères, 777, Paris : La Découverte.

- Pinois, Ricardo et X. Ragot, 2019, « Public Debt and the World Financial Market », *Revue de l'OFCE*, n° 164, pp. 165-89.
- Ragot X., 2017, « How to further strengthen the European Semester? », contribution au Comité des affaires monétaires du Parlement européen. [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2017/602113/IPOL_IDA\(2017\)602113_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2017/602113/IPOL_IDA(2017)602113_EN.pdf)
- Reynès F., Hamdi-Cherif M., Landa, G., Malliet, P. et Tourbah, A. (2022), « Placer l'environnement au cœur de la politique économique », *OFCE Policy brief*, 100, 9 février.
- Sinn H.-W., 2014, « Austerity, growth and inflation: Remarks on the Eurozone's unresolved competitiveness problem », *World Economics*, vol. 37, n° 1, pp. 1-13.