



Pour une politique macroéconomique d'ensemble en zone euro

Les notes du conseil d'analyse économique, n° 21, mars 2015

A lors que la reprise paraît bien engagée aux États-Unis et au Royaume-Uni, la zone euro peine à se redresser, sans avoir pourtant subi de choc spécifique depuis 2012. On peut s'interroger sur la responsabilité des politiques macroéconomiques menées dans la zone, autant que sur les problèmes plus structurels qui affectent les États membres. L'objet de cette *Note* est d'identifier les défaillances de pilotage macroéconomique dans la zone euro et de recommander des réaménagements pragmatiques, tout en esquissant des pistes pour une réforme plus profonde.

La crise de la zone euro a montré les limites de la coordination des politiques économiques des États membres, réduite *de facto* à la question de la soutenabilité budgétaire. Trois canaux essentiels d'interaction entre les politiques économiques des États membres ont été négligés depuis 1999, sans que les réformes récentes aient sensiblement corrigé ce problème. La compétitivité, tout d'abord : en ne surveillant pas de manière coordonnée l'évolution des coûts et des salaires par rapport à leurs principaux partenaires, les pays de la zone euro ont laissé s'installer entre eux d'importantes divergences nominales. Les déséquilibres financiers, ensuite : si l'endettement public a mobilisé l'attention, il n'en a rien été de l'endettement privé ; or, ces déséquilibres financiers ont renforcé les divergences nominales. La gestion de la demande, enfin : en ne

se coordonnant pas suffisamment pour gérer les conséquences de la crise financière, les pays de la zone euro ont entretenu un déficit de demande. Cela signifie que la coordination des politiques économiques doit s'étendre, au-delà de la surveillance de l'endettement public, aux politiques de compétitivité, de gestion de la demande et à la politique macro-prudentielle.

La gouvernance macroéconomique de la zone euro, matérialisée par le « semestre européen », souffre de trois faiblesses importantes : un niveau zone euro insuffisamment développé et mal intégré au niveau États membres ; une ligne de partage peu claire entre la surveillance de court-moyen terme (déséquilibres budgétaires et macroéconomiques) et celle de long terme (Stratégie de croissance Europe 2020) ; une mauvaise appropriation au niveau national des recommandations formulées au niveau européen. Pour progresser à court terme sur ces trois axes, il n'est pas besoin de modifier les instruments et encore moins les règles, mais il faut mieux les articuler.

Nous formulons huit recommandations pour donner tout son sens au semestre européen, mieux intégrer le niveau de la zone euro avec celui des États membres et rééquilibrer la surveillance entre le budgétaire, le macro-prudentiel et la compétitivité. Ces recommandations doivent se comprendre comme une première étape vers une intégration plus poussée.

Cette note est publiée sous la responsabilité des auteurs et n'engage que ceux-ci.

^a École d'économie de Paris, Université de Paris 1, membre du CAE.

^b Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE), CNRS et École d'économie de Paris, membre du CAE.

En 2009, les grandes économies avancées ont été touchées par une crise d'une ampleur exceptionnelle, suivie d'un rebond en 2010 et 2011, la zone euro suivant en cela l'évolution observée aux États-Unis comme au Royaume-Uni. À partir de 2012, toutefois, la zone euro s'est singularisée par une rechute. Si la croissance est redevenue positive en 2014, son rythme reste bien en deçà des chiffres observés au Royaume-Uni et surtout aux États-Unis. Or, en 2012-2013, la zone euro n'a été victime d'aucun choc spécifique exogène, indépendant de son organisation propre. Comment expliquer cette particularité ?

Les ressorts de la croissance se situent en premier lieu au niveau des États membres. Ceux-ci conservent la responsabilité des politiques structurelles susceptibles de favoriser la croissance de long terme. Par ailleurs, lorsque leurs dettes publiques ne sont pas trop élevées, ils ont les moyens de mettre en œuvre des politiques budgétaires de stabilisation du cycle d'activité. Cependant, un grand nombre d'entre eux – dont la France – ont abordé la crise avec un déficit budgétaire proche de 3 % du PIB. D'autres, comme l'Espagne ou l'Irlande, avaient assis leurs excédents sur des recettes fiscales fragiles, dépendantes du secteur immobilier et ont ensuite subi une récession d'une ampleur exceptionnelle, de sorte que leurs politiques budgétaires se sont rapidement trouvées contraintes. De son côté, la Banque centrale européenne (BCE) a vu l'efficacité de sa politique limitée par la crise bancaire, la difficulté à faire baisser le taux d'intérêt en dessous de zéro et le manque d'intégration des marchés financiers dans la zone euro. Ainsi, les leviers aussi bien nationaux qu'européens n'ont pas pu être pleinement utilisés pour stabiliser la conjoncture.

L'objet de cette *Note* est d'examiner ce qui, dans la gouvernance macroéconomique de la zone, pourrait être amélioré à court terme, tout en esquissant des pistes pour une réforme plus profonde.

Ce qui n'a pas fonctionné en zone euro

Sans revenir sur les tenants et aboutissants de la crise¹, on se contentera ici de relever les défaillances du pilotage macroéconomique dues à une sous-estimation profonde des interactions entre les États membres avant, mais aussi pendant la crise.

Le modèle de politique économique mis en place en 1999 avec l'adoption de la monnaie unique peut se résumer assez simplement. La BCE, indépendante des gouvernements, avait pour mandat de garantir des prix « stables » en moyenne dans la zone euro. La politique budgétaire demeurait quant à elle du ressort des États membres et devait prioritairement réagir aux chocs asymétriques entre États, la BCE prenant en charge en grande partie la réaction aux chocs symétriques. Pour protéger l'indépendance de la Banque centrale, un Pacte de stabilité et de croissance (PSC)² a été annexé au Traité. L'idée était d'empêcher les gouvernements de s'engager dans des sentiers d'endettement non soutenables et ainsi de se prémunir d'une obligation *de facto* de la BCE de monétiser des dettes publiques pour éviter un défaut souverain et la crise financière qui s'en suivrait³.

Bien qu'inscrit dans le Traité (article 121) et malgré les avertissements de certains pères de l'euro⁴, la coordination des politiques économiques entre États membres⁵ a été jugée peu prioritaire : si chacun maintenait sa maison en ordre, alors la grande maison européenne le serait aussi. Les grandes orientations de la politique économique (GOPE) – instrument principal de coordination des politiques économiques – se sont révélées de fait un exercice formel, notamment parce qu'aucune sanction n'était prévue.

La crise prolongée de la zone euro ne résulte qu'en partie de l'échec du PSC à contenir les déficits publics et à réduire les dettes publiques avant la crise. Une autre cause majeure est d'avoir négligé trois canaux essentiels d'interaction entre les politiques économiques des États membres :

- la compétitivité ;
- les déséquilibres financiers ;
- la gestion de la demande⁶.

Nous remercions chaleureusement Guntram Wolff, Directeur de Bruegel et membre du CAE, pour ses remarques sur une précédente version de cette *Note*, ainsi que Jézabel Coupey-Soubeyran, Conseillère scientifique au CAE, pour son accompagnement tout au long de ce travail.

¹ On se reportera pour cela par exemple à Pisani-Ferry J. (2011) : *Le réveil des démons*, Fayard ou Bénassy-Quéré A. et B. Cœuré (2014) : *Économie de l'euro*, La Découverte, Coll. Repères, 3^e édition.

² La gouvernance économique de la zone euro fait un usage intensif des acronymes dont on citera ici les principaux, en français et en anglais. PSC signifie Pacte de stabilité et de croissance (en anglais : SGP, *Stability and Growth Pact*) ; PDE, Procédure pour déficit excessif (EDP, *Excessive Deficit Procedure*) ; PDM, Procédure pour déséquilibre macroéconomique (MIP, *Macroeconomic Imbalance Procedure*) ; EAC, Examen annuel de croissance (AGS, *Annual Growth Survey*) ; RMA, Rapport sur le mécanisme d'alerte (AMR, *Alert Mechanism Report*) ; BA, Bilan approfondi (IDR, *In-Depth Review*) ; RPP, Recommandations par pays (CSR, *Country Specific Recommendations*) ; PPB, Projet de programme budgétaire (DBP, *Draft Budget Plan*).

³ Voir Eichengreen B. et Ch. Wyplosz (1998) : « The Stability Pact: More than a Minor Nuisance? », *Economic Policy*, vol. 13, n° 26, pp. 65-104. Sur la « dominance budgétaire », voir Woodford M. (2001) : « Fiscal Requirements for Price Stability », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 33, n° 3, pp. 669-728.

⁴ « La combinaison d'un budget communautaire faible et de budgets nationaux importants fait qu'en l'absence de coordination, la politique budgétaire d'ensemble de l'Union économique et monétaire (UEM) serait le résultat accidentel des décisions prises par les États membres. Ainsi, le seul instrument de gestion macroéconomique au sein de l'UEM serait la politique monétaire commune mise en œuvre par le système européen de banques centrales », cf. Lamfalussy A. (1989) : *Macro-Coordination of Fiscal Policies in an Economic and Monetary Union in Europe*, Collection of Papers, Committee for the Study of Economic and Monetary Union, Luxembourg, p. 101, traduction des auteurs.

⁵ On appelle ici « coordination des politiques économiques » la prise en compte, par chaque État souverain, des effets de ses politiques sur les autres États membres ; par opposition à l'intégration, qui suppose la mise en commun d'instruments de politique économique (comme la politique monétaire).

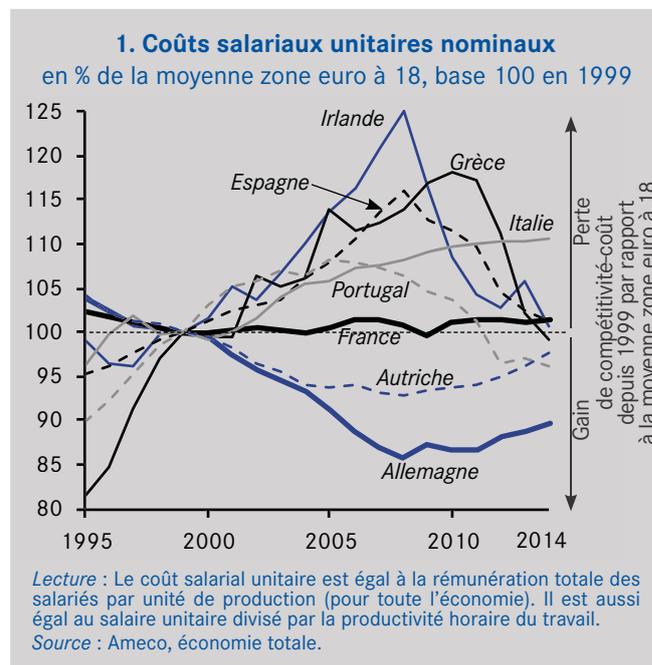
⁶ Martin et Philippon (2014) montrent, à l'aide de simulations contrefactuelles, qu'une politique budgétaire plus prudente avant la crise aurait atténué l'effet de cette dernière en Grèce et, dans une moindre mesure, en Espagne et en Irlande. Cependant, seule la Grèce aurait échappé à la crise, tandis que la situation aurait été la même au Portugal. Voir, Martin P. et Th. Philippon (2014) : « Inspecting the Mechanism: Leverage and the Great Recession in the Eurozone », *NBER Working Paper*, n° 20572, octobre. Le rapport iAGS de 2015 étudie les facteurs qui ont pesé sur la demande européenne, voir Independent Annual Growth Survey (2015) : *A Diverging Europe on the Edge*.

Compétitivité et divergences nominales

En union monétaire, c'est une évidence, il n'est pas possible de corriger une dérive de la compétitivité-prix d'un pays par des dévaluations périodiques. Pourtant, les États membres n'ont pas surveillé de près l'évolution de leurs coûts et de leurs prix par rapport à leurs principaux partenaires. La divergence illustrée par le graphique 1, et qui s'est traduite par des désajustements importants de taux de change réels entre États membres, ne date pas de l'unification monétaire. Ses causes sont de trois ordres. Tout d'abord, la trajectoire singulière des salaires en Allemagne est le résultat du processus de décentralisation des négociations salariales dans la seconde partie des années 1990, après la réunification allemande⁷. Ensuite, l'afflux de capitaux dans certains pays périphériques a permis de financer la consommation privée et le développement de secteurs abrités de la concurrence internationale, à faibles gains de productivité, au premier rang desquels la construction. Il s'en est suivi une hausse des prix à la consommation, des prix de l'immobilier et des salaires nominaux (ces trois dynamiques se renforçant mutuellement), tout particulièrement en Irlande et en Grèce et, dans une moindre mesure, en Espagne. C'est là un échec d'une libéralisation des flux de capitaux mise en œuvre sans surveillance adéquate : les capitaux se sont investis dans des bulles plutôt que dans le rattrapage de productivité⁸. Enfin, dans certains pays, comme en Espagne ou en Italie, la productivité des facteurs est restée étonnamment peu dynamique durant les années 2000, contribuant à augmenter le coût unitaire du travail par rapport aux autres pays européens.

Ces divergences nominales ont été largement corrigées depuis le début de la crise en Irlande, en Grèce, au Portugal et en Espagne (mais pas en Italie). Cependant l'ajustement a été asymétrique, reposant essentiellement sur la baisse des coûts salariaux unitaires dans les pays en crise. Cette asymétrie des ajustements de prix en régime de change fixe, qui introduit un biais déflationniste, est un phénomène bien connu. On peut d'ailleurs interpréter la nouvelle procédure pour déséquilibre macroéconomique (mise en place en 2011, cf. *infra*) comme une tentative de mettre en œuvre au sein de l'Union monétaire européenne certaines idées du plan Keynes datant de 1942⁹. Mais cette procédure est elle-même appliquée de manière asymétrique (en accordant plus d'importance aux déficits qu'aux excédents), de sorte qu'il pèse sur la zone euro un biais déflationniste, renforcé par

l'effet de la baisse des prix sur le taux d'endettement des pays initialement en déficit.



Les déséquilibres financiers

Dans la plupart des pays, la hausse des dettes publiques est la conséquence de la crise économique et financière. En Irlande, le gouvernement a, au début de la crise, garanti les dettes des banques afin de ne pas déstabiliser le secteur financier. Cela a fait bondir l'endettement public d'un niveau de 25 % du PIB avant la crise à un pic à 123 % en 2013. Les recettes publiques, portées par le secteur immobilier, ont été en outre durement affectées par la crise. Or l'endettement privé – ménages, entreprises non financières et banques – ne faisait pas partie de la surveillance. En 2001, par exemple, lorsque le Conseil a émis une recommandation à l'Irlande au titre des GOPE en raison de la surchauffe de l'économie, le remède prescrit a été une politique budgétaire plus restrictive (alors que le pays était déjà en excédent), et non le ralentissement de la bulle du crédit par le biais d'instruments tels que la réglementation des emprunts immobiliers (exigences d'apports et/ou de revenus plus importants pour l'obtention d'un prêt).

⁷ Voir Dustmann Ch., B. Fitzenberger, U. Schönberg et A. Spitz-Oener (2014) : « From Sick Man of Europe to Economic Superstar: Germany's Resurgent Economy », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 28, n° 1, pp. 167-188. La décentralisation des négociations salariales semble avoir joué beaucoup plus que les lois Hartz entrées en vigueur à partir de 2003, voir Beuve J. et B. Françon (2015) : « Les lois Hartz : 10 ans après, quels enseignements ? », *Focus du Conseil d'analyse économique*, n° 2, à paraître.

⁸ Le rôle de l'afflux de capitaux dans la genèse de la crise a été mis en avant par Giavazzi F. et L. Spaventa (2010) : « Why the Current Account May Matter in a Monetary Union: Lessons from the Financial Crisis in the Euro Area », *CEPR Discussion Paper*, n° 8008 et Wyplosz Ch. (2013) : « The European Quest for Fiscal Discipline », *European Commission Economic Papers*, n° 498. La dérive des prix relatifs est inséparable de la question des déséquilibres financiers.

⁹ Le plan Keynes visait à rééquilibrer la charge de l'ajustement entre créanciers et débiteurs dans un régime de change fixe. Un pays en déséquilibre extérieur « excessif », qu'il fût excédentaire ou déficitaire, aurait dû verser une pénalité pouvant aller jusqu'à 2 % du montant du déséquilibre à un fonds de réserve international. Voir « Proposals for an International Currency (or Clearing) Union » de John Maynard Keynes en 1942 repris par Horsefield J.K. (1969) : *The International Monetary Fund 1945-1965. Twenty Years of International Monetary Cooperation*, vol. III, International Monetary Fund.

Aujourd'hui encore, la stratégie de désendettement des Européens se limite à l'endettement public, *via* l'ajustement budgétaire. La mise en place de l'Union bancaire s'est accompagnée d'un désendettement partiel des banques, mais sans aucune stratégie concertée de désendettement des ménages ou des entreprises non financières ; et la réflexion sur les stratégies alternatives de réduction de l'endettement public se fait à reculons, sous la menace d'un défaut unilatéral de la Grèce.

La zone euro ne pourra pas faire l'économie d'une réflexion sur la meilleure manière de rétablir la crédibilité de la règle de « non-renflouement » des États membres sans déclencher une crise financière majeure et, plus généralement, sur la manière de réduire l'endettement autrement que par l'excédent budgétaire primaire. Plusieurs suggestions ont été faites dans cette direction, certaines incluant une restructuration des dettes¹⁰. Un préalable est sans doute la poursuite de l'assainissement des banques de la zone et une meilleure diversification de leurs bilans.

La gestion de la demande

Comme on l'a vu plus haut, la coordination des politiques budgétaires dans la zone euro se limite à tenter d'empêcher un État membre de s'engager dans une trajectoire budgétaire non soutenable. Cet objectif est difficile à atteindre sans une surveillance simultanée de l'endettement privé. Il est en outre insuffisant, comme on le voit aujourd'hui. En effet, deux indicateurs suggèrent que la demande est faible par rapport à l'offre dans la zone euro :

- la chute du taux d'inflation (inférieur à 0,5 % en 2014, 0,7 % hors prix de l'énergie et des matières premières) ;
- la hausse simultanée du solde extérieur courant, qui n'est autre que l'épargne nette de la zone (épargne excédentaire par rapport à l'investissement public et privé)¹¹.

Plusieurs facteurs ont contribué à ces évolutions¹². Les entreprises et les ménages surendettés ont eu un comportement de désendettement – avec des résultats inégaux selon les pays. Les politiques de consolidation budgétaires en 2011-2013 ont également fortement contribué à réduire la demande¹³. La perte de confiance dans la stabilité de la zone euro et l'incertitude politique dans quelques pays – visible dans l'écartement des taux d'intérêt entre États membres – a été et reste un facteur d'incertitude qui pèse sur l'investissement. Les politiques de baisse

de salaires dans les pays du sud de l'Europe ont contribué à diminuer le pouvoir d'achat des consommateurs. De ce fait, les entreprises produisent encore, en 2014, en deçà de leurs capacités de production¹⁴. Enfin, la politique monétaire européenne s'est avérée moins expansionniste qu'au Royaume-Uni et aux États-Unis, notamment entre l'automne 2012 et l'annonce de l'assouplissement quantitatif en janvier 2015¹⁵.

La politique budgétaire ne peut jouer son rôle de stabilisation de l'activité dans les pays sous programme d'assistance (cas de la Grèce en 2014), ceux en procédure pour déficit budgétaire excessif au titre du PSC (cas de la France), ou encore ceux engagés à réduire leur déficit dans le cadre du volet préventif du PSC (cas de l'Italie). En 2014, le seul grand pays de la zone euro réellement libre de fixer sa politique budgétaire était l'Allemagne, qui a choisi de ramener ses finances publiques à l'équilibre (accord de coalition). Ainsi, on peut dire que la politique budgétaire est très largement neutralisée en zone euro, malgré les efforts de la Commission européenne pour assouplir les règles du PSC notamment dans son volet préventif¹⁶.

Une politique budgétaire moins restrictive en Allemagne aurait-elle pu compenser partiellement l'ajustement réalisé par les pays périphériques ? La littérature sur les multiplicateurs keynésiens croisés (l'impact d'une relance dans un pays sur l'activité dans un autre pays) n'est pas très encourageante, mais elle couvre des périodes « normales » pendant lesquelles une relance en Allemagne a un effet ambigu sur l'Italie ou la France en raison de la hausse induite du taux d'intérêt de la zone euro. Dans une période d'expansion monétaire prolongée, ce canal est neutralisé si bien que l'effet d'une politique budgétaire moins restrictive en Allemagne aurait sans ambiguïté soutenu l'activité ailleurs dans la zone euro. Étant au plein emploi, l'Allemagne n'avait toutefois aucune raison de ne pas revenir à l'équilibre des finances publiques¹⁷.

Une mauvaise organisation

Les contraintes institutionnelles

La zone euro n'est pas un État fédéral. Si elle l'avait été, elle aurait pu prendre des décisions plus rapidement. Cela aurait réduit les coûts d'ajustement d'une manière substantielle. Par exemple, les retards pris dans le traitement de la crise bancaire sont directement attribuables à l'absence d'agence fédérale

¹⁰ Voir Buchheit L.C., A. Gelpern, M. Gulati, U. Panizza, B. Weder di Mauro et J. Zettelmeyer (2013) : *Revisiting Sovereign Bankruptcy*, Committee on International Economic Policy and Reform, Brookings et Paris P. et Ch. Wyplosz (2014) : *PADRE 2.0: Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone 2.0*, CEPR, Geneva Reports on the World Economy, mai.

¹¹ L'excédent a atteint 2,7 points de PIB en 2014, après une position proche de l'équilibre entre 2000 et 2011.

¹² Voir Martin et Philippon (2014), *op. cit.*

¹³ Voir le rapport iAGS (2015) *op. cit.*

¹⁴ La mesure précise des capacités de production après la crise (la croissance potentielle) est sujette à de vifs débats mais le diagnostic est bien celui d'une production toujours inférieure à son potentiel en 2015.

¹⁵ Voir Bénassy-Quéré A., P.O. Gourinchas, G. Plantin et Ph. Martin (2014) : « L'euro dans la guerre des monnaies », *Note du CAE*, n° 11, janvier.

¹⁶ Voir la Communication de la Commission européenne (2015) : « Making the Best Use of the Flexibility Within the Existing Rules of the Stability and Growth Pact », *COM(2015) 12 Final Provisional*, 13 janvier.

¹⁷ Voir Blanchard O., C.J. Erceg et J. Lindé (2014) : *Jump-Starting the Euro Area Recovery: Would a Rise in Core Fiscal Spending Help the Periphery?*, Mimeo, 30 juin.

pour s'en occuper au début de la crise. Par ailleurs, une zone euro fédérale aurait fixé sa politique budgétaire de manière centralisée, en fonction de la conjoncture, avec beaucoup moins de pression des marchés financiers puisque le niveau d'endettement de la zone euro est comparable à celui des États-Unis. De son côté, la BCE aurait eu à sa disposition un instrument standard de gestion de son bilan. Enfin, la boucle risque bancaire-risque souverain aurait été atténuée par la présence de titres fédéraux plutôt que nationaux dans le bilan des banques.

Au lieu de cela, et à l'exception de la relance de 2009, la réponse budgétaire à la crise n'a pas été coordonnée autrement que par les règles du PSC dont l'objectif est la soutenabilité budgétaire, non la gestion des économies dans le cycle. Même si les règles du PSC ont été amendées en 2005 pour mieux prendre en compte le cycle d'activité (voir encadré), l'objectif de gestion du cycle est très imparfaitement atteint car il repose sur une mesure difficile du PIB potentiel (qui permet de calculer le solde structurel), et parce que les « flexibilités » du PSC sont *de facto* très limitées, en particulier pour les pays dont le déficit dépasse 3 % du PIB.

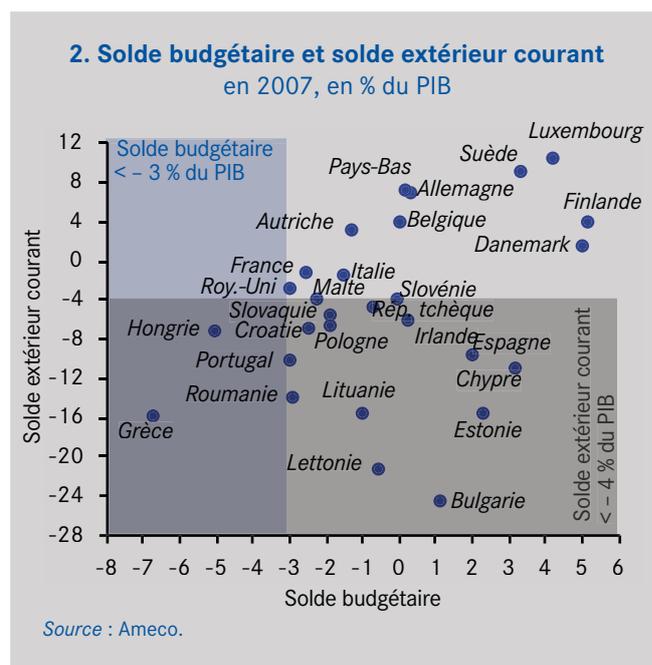
Bien qu'ils se soient engagés à coordonner leurs politiques économiques (article 121 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, TFUE), les États membres ont bien du mal à se coordonner autrement que *via* les règles du PSC. Ceci n'est pas surprenant pour des gouvernements tirant leur légitimité de scrutins nationaux et non européens. L'accord de coalition issu des élections allemandes de 2013 fournit une bonne illustration de cette difficulté¹⁸. Cet accord a conduit l'Allemagne, qui représente 25 % du PIB de la zone euro, à retourner à l'équilibre budgétaire plus rapidement que ne le prévoyait le PSC. Ceci n'aurait pas posé de problème dans une union fédérale. En effet, dans les pays fédéraux existants (États-Unis, Canada, Brésil, Suisse...), la stabilisation macroéconomique est prise en charge par le budget fédéral, qu'il s'agisse de transferts temporaires entre États (par le biais, par exemple, d'une assurance chômage fédérale) ou d'une capacité à s'endetter en période de crise¹⁹. L'absence de budget fédéral en zone euro rend indispensable la coordination des politiques budgétaires mais celle-ci entre en contradiction avec les systèmes politiques nationaux, chaque Parlement décidant souverainement du budget national.

L'absence de politique cohérente au niveau des États conduit finalement à faire porter par la politique monétaire la totalité de la gestion du cycle d'activité, si celle-ci veut atteindre son objectif d'une inflation « inférieure à 2 %, mais proche de 2 % ».

En résumé, il manque à la zone euro un pouvoir central capable d'agir plus rapidement et plus efficacement qu'une collection d'États membres peu coordonnés. Ceci pèsera sur la politique économique tant que l'organisation institutionnelle de la zone restera inchangée.

Une surveillance macroéconomique doublement asymétrique

Les déséquilibres qui ont mené à la crise de la zone euro étaient budgétaires pour certains pays (la Grèce) mais non budgétaires pour d'autres (l'Irlande, l'Espagne). De fait, les pays touchés par la crise n'affichaient pas tous un fort déficit budgétaire en 2007, tandis que tous souffraient d'un fort déficit extérieur (graphique 2). Ceci s'explique par l'endettement privé. En Espagne, avant la crise, le solde budgétaire était nettement excédentaire mais les prix croissants dans l'immobilier, combinés à des taux d'intérêt réels négatifs, encourageaient les agents privés à épargner moins et à investir dans la pierre. Ce déséquilibre privé se retrouve dans le solde extérieur qui est la somme de l'épargne nette publique et de l'épargne nette privée.



Reconnaissant cette erreur de surveillance, les Européens ont élargi en 2011, dans le cadre du *six-pack*²⁰, le proces-

¹⁸ La France n'a pas non plus fait preuve par le passé d'un grand appétit pour la coordination, voir Pisani-Ferry (2011) *op. cit.*

¹⁹ Voir Bornhorst F., E. Perez Ruiz et F. Ohnsorge (2012) : « Fiscal Union: Common Practices in Federal States » in *Towards a Fiscal Union in the Euro Area: Technical Background Notes*, IMF Background Papers.

²⁰ Le *six-pack* est un « paquet législatif » composé de cinq règlements et d'une directive adoptés en octobre 2011 pour renforcer la surveillance budgétaire et introduire une nouvelle procédure de surveillance de l'ensemble des déséquilibres macroéconomiques. Le *six-pack* a été complété en 2012 par le *two-pack*, ensemble de deux règlements visant à renforcer la surveillance budgétaire au sein de la zone euro en prévoyant notamment l'examen, par la Commission, du projet de budget de chaque État membre et la formulation d'un avis (et éventuellement des demandes de modifications) « au plus tard » le 30 novembre de chaque année. Enfin, le pacte budgétaire (traité intergouvernemental sur la stabilité, la gouvernance et la coopération, TSCG), adopté en octobre 2012, impose que le solde structurel de chaque État membre de la zone euro (solde corrigé du cycle) ne dépasse pas un déficit de 0,5 % sur le moyen terme. Cette règle doit être surveillée au niveau de chaque pays par un comité budgétaire indépendant (en France, le Haut Conseil des finances publiques). Le TSCG introduit aussi des sommets zone euro biannuels. Voir http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/governance/2012-03-14_six_pack_en.htm

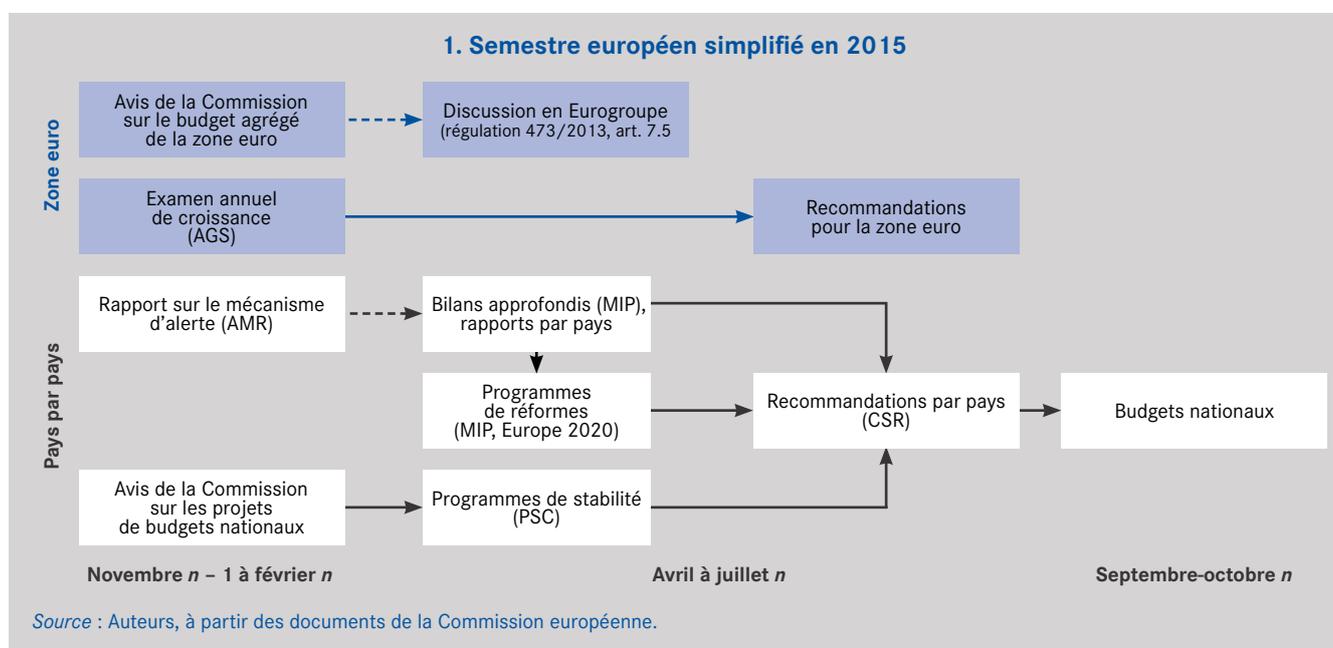
sus de surveillance à travers la Procédure pour déséquilibre macroéconomique (PDM, voir encadré). Contrairement au PSC centré sur un instrument (le solde budgétaire corrigé ou non du cycle d'activité), la PDM ne repose pas sur des politiques spécifiques. Ceci conduit *de facto* la surveillance macroéconomique à se perdre dans une liste de recommandations structurelles qui, pour certaines (réformes du marché du travail, de l'éducation...), relèveraient plutôt de la stratégie européenne de croissance.

S'il est souhaitable que la Commission européenne diffuse les meilleures pratiques en matière de politiques structurelles dans le but d'élever la croissance potentielle de la zone euro, le faire dans le cadre de la PDM affaiblit la procédure car il devient quasi impossible pour un pays de répondre rapidement à toutes les demandes de la Commission dont certaines ont un rapport assez lointain avec les déséquilibres macroéconomiques de court et moyen termes. En retour, la Commission peut hésiter à placer le pays concerné dans une situation proche d'un programme d'ajustement lié à un prêt du Mécanisme européen de stabilité.

La PDM elle-même est conçue de manière asymétrique. Ainsi, le tableau de bord sur lequel s'appuie la Commission pour repérer les déséquilibres avant de réaliser une analyse en profondeur utilise des seuils différents selon que le pays considéré est en excédent extérieur (+ 6 % du PIB) ou en déficit (- 4 %) ; certains seuils sont sensibles au niveau d'inflation moyen dans la zone euro, ou bien encore au taux de change de l'euro.

Une dichotomie entre zone euro et États membres

La surveillance macroéconomique de la zone euro a été réorganisée en 2010 en un « semestre européen », qui court en réalité de novembre à juillet (figure 1)²¹. Le débat sur la politique économique d'ensemble de la zone consiste essentiellement en un examen annuel de croissance (en début de semestre), suivi de l'adoption de recommandations adressées à la zone euro (en fin de semestre). Prévues depuis 2013, la discussion en Eurogroupe sur l'orientation de la politique budgétaire agrégée de la zone euro ne semble pas encore avoir reçu beaucoup d'attention. Surtout, ces différents éléments de concertation au niveau européen n'ont pas d'incidence tangible sur ce qui est décidé pays par pays. En 2014, par exemple, la recommandation à la zone euro stipulait de « promouvoir la mise en œuvre de politiques appropriées dans les pays qui enregistrent des excédents importants de la balance courante »²². Pourtant, les recommandations du Conseil aux deux plus gros pays excédentaires de la zone euro – l'Allemagne et les Pays-Bas²³ – ne portaient pas la marque de cette recommandation. Les Pays-Bas étaient priés de ne pas faiblir dans leur ajustement budgétaire. Quant à l'Allemagne, il lui était demandé, pour « soutenir la demande interne », de réduire les prélèvements sur le travail peu qualifié, soit à peu près la même recommandation que celle faite à la France dans l'optique cette fois de redresser la compétitivité. L'ajustement rapide du déficit budgétaire allemand (déficit de 4,1 % en 2010 éliminé dès 2012) n'a pas suscité d'objection.



²¹ Voir www.consilium.europa.eu/fr/policies/european-semester, la version complète est exposée sur ec.europa.eu/europe2020/making-it-happen/index_fr.htm

²² Toutes les recommandations par pays sont accessibles sur ec.europa.eu/europe2020/making-it-happen/country-specific-recommendations/index_en.htm

²³ Le solde extérieur courant de l'Allemagne est de 6,9 % du PIB en 2013, celui des Pays-Bas de 8,5 % du PIB. La même année, la France affiche un déficit de 2 % du PIB, cf. Ameco.

Un semestre peu appropriable par les décideurs politiques

Au niveau des États membres, le semestre commence en novembre de l'année $n - 1$ par l'avis de la Commission européenne sur leurs projets de budgets pour l'année n , au titre du PSC : si le budget présente un risque de non-conformité, des ajustements sont demandés. Sur ce sujet, la Commission s'est déjà prononcée en mai, à partir des programmes de stabilité. Cependant, l'avis de novembre tient compte du débat budgétaire national et de nouvelles prévisions macroéconomiques de la Commission sur la croissance et sur la croissance potentielle, publiées également en novembre. Si, par exemple, la croissance potentielle, ou l'inflation, a été révisée à la baisse, un effort supplémentaire peut être demandé pour atteindre la cible d'ajustement structurel, ceci en fin de processus budgétaire. La Commission est bien sûr dans son rôle de vérifier que les budgets votés sont conformes aux règles du PSC. Mais modifier les hypothèses qui sous-tendent les budgets en fin de processus budgétaire pousse les gouvernements à chercher dans l'urgence les milliards manquants, de manière peu efficace et pro-cyclique.

En parallèle à son rapport annuel AGS (*Annual Growth Survey*, ou Examen annuel de la croissance), la Commission produit au début du semestre européen son rapport annuel d'alerte au titre de la PDM. Le rapport pointe, pour chaque pays, les déséquilibres essentiels – manque de compétitivité en France, excédent courant excessif en Allemagne, par exemple. Pour chaque pays, il recommande ou non de réaliser un bilan approfondi. Mais alors que le PSC fait basculer un pays quasi automatiquement en procédure pour déficit budgétaire excessif lorsque son déficit dépasse 3 % du PIB, la PDM souffre de ne pouvoir s'appuyer sur un indicateur clé. Le rapport d'alerte est construit à partir de l'analyse d'un tableau de bord qui scrute 11 indicateurs « principaux » et 29 indicateurs « complémentaires »²⁴. Les bilans approfondis touchent eux-mêmes à de nombreux

sujets. La multiplicité des critères permet d'exercer une pression graduée sur les États (la PDM comporte six stades d'alerte, cf. encadré) ; mais elle permet aussi de mettre de côté certains éléments clés de l'analyse (voir, par exemple, les écarts entre les rapports par pays réalisés par la Commission et les recommandations finalement adoptées par le Conseil). En aval, les recommandations par pays sont vécues par les gouvernements comme à la fois trop intrusives et insuffisamment hiérarchisées. L'appropriation des prescriptions est rendue difficile par leur niveau de détail qui empiète sur la souveraineté nationale même si les objectifs sont considérés comme légitimes.

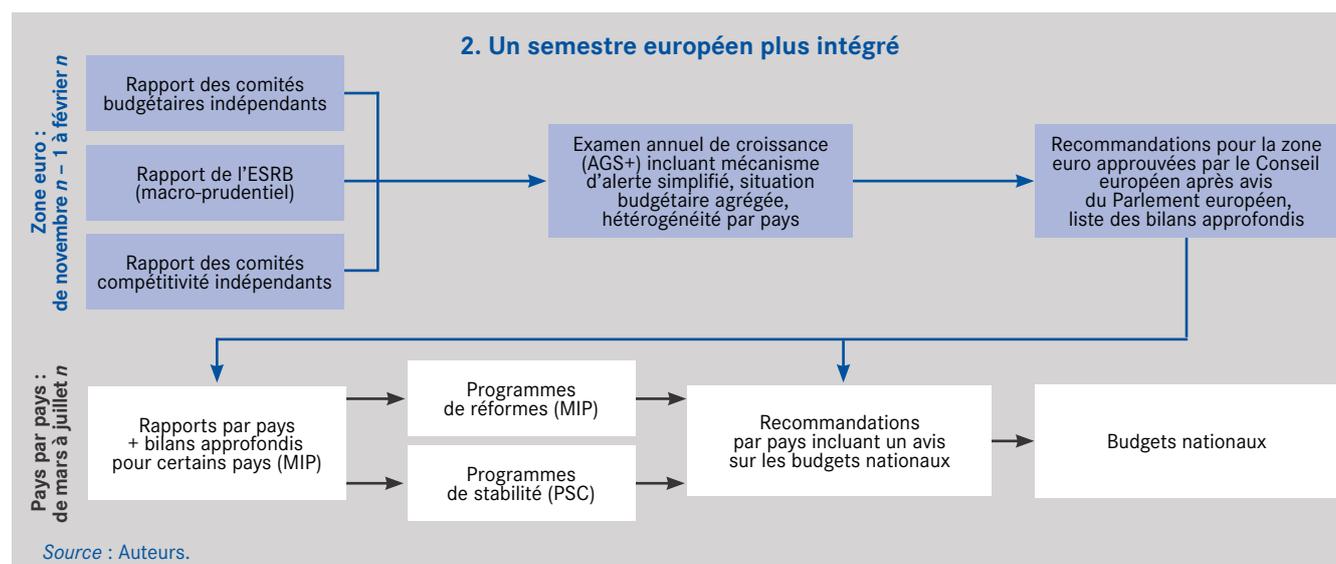
Les bilans approfondis sont remis en début d'année aux États afin d'orienter leurs programmes nationaux de réformes²⁵. Ces bilans sont importants, bien structurés, mais peu débattus au niveau national, notamment au sein des parlements nationaux.

Simplifier et mettre en cohérence la surveillance macroéconomique

Pour résumer, la gouvernance macroéconomique de la zone euro souffre de trois faiblesses principales :

- un niveau zone euro insuffisamment développé et intégré au niveau États membres ;
- une ligne de partage peu claire entre la surveillance de court-moyen terme (PSC, PDM) et de long terme (stratégie de croissance Europe 2020) ;
- une mauvaise appropriation au niveau national des recommandations formulées au niveau européen.

Pour progresser à court terme sur ces trois axes, il n'est pas besoin de modifier les instruments et encore moins les règles. Nous proposons plutôt de ré-agencer le semestre européen selon la figure 2.



²⁴ Voir, pour l'année 2015, ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/documents/alert_mechanism_report_2015_statistical_annex_en.pdf

²⁵ À compter de 2015, les rapports pays (qui accompagnaient antérieurement les recommandations par pays en mai) sont publiés en même temps que les bilans approfondis.

Le Pacte de stabilité et de croissance (PSC)

Le PSC mis en place en 1997 comporte deux volets :

- volet préventif : chaque État membre définit un programme de stabilité (quand il est dans la zone euro) ou un programme de convergence (quand il n'est pas dans la zone euro) – stratégie pluriannuelle d'ajustement des finances publiques vers un niveau « proche de l'équilibre ou en excédent », qui est l'objectif de moyen terme de tous les pays. Ce programme est réévalué chaque année et soumis à l'approbation du Conseil Ecofin après avis de la Commission. La dette publique doit aussi converger vers une valeur inférieure à 60 % du PIB ;
- volet correctif : sauf « circonstances exceptionnelles et temporaires »^a, le budget d'un État membre ne peut être déficitaire de plus de 3 % du PIB. En cas de dépassement, le déficit peut être jugé « excessif » par le Conseil, auquel cas une procédure se met en place qui peut aboutir à des sanctions pouvant aller jusqu'à 0,5 % du PIB.

Une première réforme du PSC est décidée en 2005, suite au non-respect de la règle des 3 % par plusieurs pays dont l'Allemagne et la France. Les objectifs à moyen terme sont désormais modulés selon l'endettement et la croissance potentielle des États membres ; un taux de croissance négatif ou une baisse cumulative de la production pendant une période prolongée de croissance très faible par rapport au potentiel pourront être considérés comme des circonstances exceptionnelles et temporaires ; les réformes structurelles, comme les réformes des régimes de retraite, qui présentent un coût de court terme mais contribuent à long terme à la viabilité des finances publiques sont prises en considération ; en cas de déficit excessif, l'ajustement du solde structurel (corrigé du cycle) doit être d'au moins 0,5 point de PIB par an. De manière générale, davantage d'attention est portée au solde structurel, en particulier en phase haute du cycle d'activité.

La seconde réforme du PSC intervient en 2012, dans le cadre du *six-pack* et du traité budgétaire :

- introduction « au niveau constitutionnel ou équivalent », d'une limite de déficit structurel de 0,5 % du PIB (1 % en cas de « circonstances exceptionnelles »), avec mécanisme de correction en cas de dépassement ;
- règle de réduction de la dette publique (réduction de l'excès d'endettement d'un vingtième au minimum chaque année) ;
- règle sur les dépenses publiques (qui ne doivent pas croître davantage que le PIB à moyen terme, à moins d'être compensées par les recettes) ;
- accélération des sanctions en cas de non-conformité : possibilité d'« alerte précoce » en cas d'écart important constaté par rapport aux objectifs de moyen terme, dépôt non rémunéré de 0,2 % du PIB dès le début de la procédure pour déficit excessif, sanctions décidées à la « majorité qualifiée inversée », sanctions supplémentaires en cas de fraude, surveillance renforcée pour les États en déficit excessif ou en difficulté financière ;
- obligation pour les États membres de mettre en place une planification budgétaire pluri-annuelle et un comité budgétaire indépendant.

En janvier 2015, la Commission a précisé la manière dont les réformes structurelles entreprises par chaque État membre ainsi que la position de son économie dans le cycle sont prises en compte dans l'application du PSC^b. De manière générale, ces deux facteurs sont pris en compte,

de manière toutefois limitée, soit pour fixer le montant de l'ajustement structurel (pays dans le volet préventif du PSC), soit pour fixer le délai de l'ajustement (pays dans le volet correctif du PSC).

Au 1^{er} janvier 2015, 11 États membres (dont la France) sur 28 étaient en procédure pour déficit excessif au titre du PSC. Ils étaient 24 sur 27 au 1^{er} janvier 2011.

La Procédure pour déséquilibre macroéconomique (PDM)

La PDM a été introduite en 2011 dans le cadre du *six-pack*. Comme le PSC, la PDM comporte un volet préventif et un volet correctif.

Le volet préventif s'appuie sur un mécanisme d'alerte fondé sur l'analyse, par la Commission européenne, d'un tableau de bord d'indicateurs de risque. Après discussion au sein de l'Eurogroupe, il est ensuite décidé ou non de réaliser une analyse approfondie pour les pays présentant des risques. Les pays sont alors classés en six groupes, par niveau croissant d'alerte^c :

- pas de déséquilibre ;
- déséquilibres requérant une *surveillance* et une *action* ;
- déséquilibres requérant une surveillance et une action *décisive* ;
- déséquilibres requérant une surveillance *spécifique* et une action décisive ;
- déséquilibres *excessifs* requérant une surveillance spécifique et une action décisive ;
- déséquilibres excessifs requérant une action décisive et l'*activation de la procédure pour déséquilibre excessif*.

En 2015, 16 États membres ont fait l'objet d'une analyse approfondie. Six d'entre eux (Belgique, Finlande, Pays-Bas, Roumanie, Royaume-Uni et Suède) ont été classés dans le groupe 2 ; deux (Allemagne et Hongrie) dans le groupe 3 ; trois (Irlande, Espagne et Slovaquie) dans le groupe 4 ; cinq (Bulgarie, Croatie, France, Italie et Portugal) dans le groupe 5. Aucun n'a été mis dans le groupe 6 qui déclenche le volet correctif de la PDM. Ce volet correctif impose au pays concerné de rédiger un plan de correction du déséquilibre. S'il ne réussit pas à mettre en place les mécanismes correctifs adéquats, il risque des sanctions votées par le Conseil à la majorité qualifiée inversée.

Tout en n'étant que le point de départ de l'analyse de la Commission, le tableau de bord est à la fois touffu (11 indicateurs principaux et 29 indicateurs complémentaires) et peu adapté pour alerter le Conseil de déséquilibres macroéconomiques. Ainsi, le taux de change effectif réel est calculé par rapport à 41 pays industriels dont une bonne partie est hors de la zone euro, ce qui lie l'indicateur à l'évolution de l'euro – une variable hors du contrôle des gouvernements. La variation du coût salarial unitaire est exprimée en termes nominaux, ce qui la rend dépendante de l'inflation de la zone euro qui, elle aussi, varie considérablement selon les périodes.

^a Le Pacte définissait initialement comme « circonstance exceptionnelle et temporaire » une année durant laquelle le PIB baisse d'au moins 2 %, avec une marge d'appréciation possible pour les ministres si la baisse est comprise entre 0,75 et 2 % sur l'année.

^b Communication de la Commission : *Making the Best Use of the Flexibility Within the Existing Rules of the Stability and Growth Pact*, 13 janvier 2015.

^c Voir ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/macroeconomic_imbalance_procedure/index_en.htm

Une surveillance plus intégrée entre le niveau zone euro et le niveau national

Pour mieux intégrer les deux niveaux de la surveillance macro-économique – zone euro et États membres, nous proposons de diviser le « semestre » européen en deux « trimestres » successifs et de les articuler autour de trois thèmes clés pour la surveillance de court et moyen termes : la politique budgétaire, les politiques de compétitivité et la politique macro-prudentielle.

Le premier « trimestre » (novembre $n - 1$ à février n) serait consacré à l'analyse de la situation en zone euro. Il démarerait par l'examen, par le Parlement européen²⁶ et le Conseil, d'un document unique (AGS+) portant sur la situation macro-économique de la zone euro, en cherchant à identifier les déséquilibres et en étudiant l'hétérogénéité entre les pays lorsque cela s'avère nécessaire. La question des obstacles à la croissance de long terme, pour fondamentale qu'elle soit, ne relèverait pas de cet exercice qui s'articulerait autour de trois chapitres :

- politique budgétaire (soutenabilité, mais aussi orientation par rapport au cycle d'activité) ;
- politiques de compétitivité (évolution des coûts salariaux unitaires, de la part des secteurs échangeables dans la valeur ajoutée...) ;
- politiques macro-prudentielles (évolution du crédit, de l'endettement, des prix immobiliers...) en lien à la fois avec la stabilité financière et le cycle d'activité.

La Commission proposerait au même moment une liste de pays pour lesquels un bilan approfondi lui semble nécessaire au titre de la PDM, sur la base d'un mécanisme d'alerte simplifié (voir plus bas). Le Conseil voterait alors, après avis du Parlement européen, sur une recommandation relative à la zone euro (incluant l'orientation souhaitable de la politique budgétaire d'ensemble) et sur une liste de bilans approfondis à réaliser.

Recommandation 1. Démarrer le semestre européen par l'examen des déséquilibres macroéconomiques dans la zone euro, au niveau agrégé et en indiquant l'hétérogénéité par pays lorsque c'est nécessaire. Cet examen couvrirait trois grands domaines : politique budgétaire, compétitivité et politique macro-prudentielle. Après consultation du Parlement européen, le Conseil se prononcerait sur l'orientation de la politique économique au niveau de la zone euro et sur la liste des pays devant être soumis à un bilan approfondi.

Le deuxième « trimestre » (mars à juillet n) serait consacré à l'examen des États membres. Il commencerait par l'examen des rapports annuels par pays comprenant, pour les pays concernés, une section relative au bilan approfondi au titre de la PDM. Les rapports par pays devraient couvrir les mêmes trois chapitres que le rapport AGS+ : politique budgétaire, compétitivité et macro-prudentiel. Les programmes de stabilité et les programmes nationaux de réformes préparés par les États membres devraient contenir une section répondant à la Commission sur chacun de ces trois chapitres. Le trimestre se terminerait par les recommandations par pays qui elles aussi devraient obligatoirement couvrir ces trois thématiques, en fixant des objectifs intermédiaires (par exemple, un ajustement chiffré des coûts salariaux unitaires) plutôt que des mesures précises (salaire minimum, cotisations sociales...)²⁷. L'avis sur le projet de budget (novembre) doit rester cohérent avec les recommandations par pays (mai).

Recommandation 2. Dans un deuxième temps, les ministres des Finances débattent des déséquilibres pays par pays sur les trois chapitres mentionnés, sur la base des rapports par pays réalisés par la Commission et en tenant compte des recommandations adoptées pour la zone euro. Les programmes de stabilité et les programmes nationaux de réformes, puis les recommandations par pays couvrent eux aussi explicitement ces trois chapitres en s'attachant à définir des objectifs intermédiaires plutôt que des mesures précises.

L'examen de la politique budgétaire dans ce cadre permettrait de lui rendre toute sa dimension de stabilisation macro-économique. Si, temporairement et pour certains pays, cette politique est contrainte par les règles du PSC, cette contrainte serait alors prise en compte dans l'orientation souhaitable des politiques budgétaires des autres États membres. Notre recommandation met aussi en avant le rôle des politiques macro-prudentielles non seulement pour la stabilité financière mais aussi pour la gestion du cycle. Enfin, la question des évolutions de prix et de salaires serait elle aussi placée au cœur de l'analyse.

Une ligne de partage plus claire entre le court-moyen terme et le long terme

On l'a vu, la procédure pour déséquilibre macroéconomique excessif souffre d'une définition insuffisamment précise

²⁶ Idéalement, en formation zone euro. Cependant, le fait que la Commission des Affaires économiques et monétaires du Parlement européen contienne des élus de pays hors zone euro ne nous paraît pas un obstacle de nature à empêcher la mise en œuvre de nos recommandations.

²⁷ On peut penser que le fait d'avoir trois thématiques simultanément en débat peut faciliter la coordination, chaque pays ayant plus facilement quelque chose à offrir en échange de ce qu'il demande à ses partenaires.

de ses objectifs et de ses instruments. La PDM se déroulant au sein du Conseil Ecofin, il est rationnel d'en limiter les contours à des instruments aux mains des ministres des Finances ou, du moins, pas trop éloignés de leur champ d'action. Par exemple, la surveillance de la compétitivité à court et moyen termes devrait se focaliser sur l'évolution des prix, des salaires et des prélèvements plutôt que sur les questions d'innovation ou d'éducation, qui relèvent de la stratégie de long terme²⁸.

Recentrer la procédure pour déséquilibres macroéconomiques sur un petit nombre de sujets et d'instruments donnerait plus de poids à cette procédure qui se rapprocherait ainsi du PSC. Les sujets de réforme pour la croissance à long terme pourraient toujours figurer dans les différents documents relatifs aux États membres (rapports annuels par pays, programmes nationaux de réforme, recommandations par pays), mais il serait utile qu'ils apparaissent dans une section à part au titre de la Stratégie de croissance Europe 2020 et qu'ils soient discutés dans un autre cadre que celui du Conseil Ecofin – par exemple par les ministres de l'Économie, de l'Industrie, de l'Énergie.

Enfin, la ligne de partage entre court-moyen et long termes pourrait être matérialisée par la fixation, une fois par an, de l'hypothèse de croissance potentielle pour chaque pays. Comme on l'a vu plus haut, les prévisions d'automne de la Commission européenne amènent parfois à réviser la croissance potentielle et l'inflation pour les années à venir, et donc à modifier l'effort budgétaire demandé à chaque pays au titre de l'ajustement structurel, à un moment où le budget de l'année suivante est quasiment bouclé. Nous proposons que l'hypothèse de croissance potentielle et d'inflation pour l'année n soit fixée définitivement au moment des prévisions réalisées au printemps de l'année $n - 1$. La révision de la croissance potentielle lors des prévisions d'automne $n - 1$ n'aurait d'incidence que sur le budget $n + 1$. Le concept de croissance potentielle est un concept de long terme qui ne saurait être révisé plusieurs fois par an.

Recommandation 3. Recentrer la Procédure pour déséquilibres macroéconomiques sur ses objectifs de court et moyen termes. Geler la prévision de croissance potentielle et d'inflation sous-tendant l'ajustement structurel de l'année n aux chiffres donnés par les prévisions de printemps de l'année $n - 1$.

Une meilleure appropriation des recommandations

Les deux modifications du semestre présentées plus haut – examen séquentiel de la zone euro puis des États, ligne de partage plus claire entre court-moyen terme et long terme – sont déjà susceptibles d'améliorer l'appropriation par les États des recommandations formulées au niveau européen. Pour aller plus loin, il serait utile que les principaux documents européens relatifs à un État membre (rapport annuel pays, bilan approfondi, recommandation spécifique) soient systématiquement débattus par les parlements nationaux concernés avec, au moins une fois par an, l'audition du Commissaire en charge des affaires économiques et financières (Ecfm) ou de son représentant.

Recommandation 4. Systématiser, au sein des parlements nationaux, le débat sur les principaux documents émanant de la Commission européenne relatifs au pays concerné, assorti d'au moins une audition par an du Commissaire Ecfm ou de son représentant.

Nous recommandons en outre d'associer les États membre en amont du processus, par l'apport analytique de trois réseaux de comités indépendants qui nourriront le rapport AGS+ (cf. figure 2). Ainsi, l'expertise nationale sera d'emblée prise en compte en amont du semestre européen et fournira un complément utile aux analyses de la Commission européenne.

Politique budgétaire

Un apport intéressant du traité budgétaire a été de mettre en place, au niveau de chaque État membre, un Conseil budgétaire indépendant (en France, le Haut Conseil des finances publiques) chargé de donner un avis sur les hypothèses de croissance sous-tendant chaque budget, ainsi que sur l'évolution du déficit au regard du PSC. En plus de leur rôle de contrôle, les comités indépendants pourraient donner un avis sur l'orientation de la politique budgétaire au regard de la position de l'économie dans le cycle. Cet avis serait ensuite consolidé au niveau de la zone euro. Le réseau des comités budgétaires indépendants existe déjà (EUNIFI, *European Union Network of Independent Fiscal Institutions*). Il s'est réuni en novembre 2013 et en novembre 2014 à Bruxelles, à l'invitation de la DG Ecfm. L'idée est de renforcer le rôle de ce

²⁸ En 2014, par exemple, la recommandation adressée à la France au titre de la PDM préconisait, entre autres, de simplifier et rendre plus efficace la politique d'innovation et de renforcer l'interconnexion électrique et gazière avec l'Espagne. Si ces sujets structurels sont importants pour la croissance à long terme, ils sont difficiles à relier à la gestion de la demande à court terme, à la dérive des coûts, aux risques financiers.

réseau indépendant, tout en assurant une coordination avec la Commission²⁹.

Recommandation 5. Renforcer et coordonner les expertises nationales indépendantes sur l'évolution des politiques budgétaires au regard de la soutenabilité de la dette et des besoins de stabilisation de la zone euro. Un rapport synthétique serait publié en septembre pour nourrir celui de la Commission sur la situation macroéconomique de la zone euro. Ses principaux auteurs seraient auditionnés par le Parlement européen.

Politique macro-prudentielle

Pour ce qui est de la politique macro-prudentielle, les autorités nationales sont déjà coordonnées au sein du Comité européen du risque systémique (CERS), qui produit un rapport en juillet de chaque année. Afin de mieux relier les points de vue nationaux et européen, il serait utile que ce rapport soit débattu en amont avec les comités nationaux de surveillance macro-prudentielle (en France, le Haut Conseil de stabilité financière), ce qui conduirait à décaler sa publication en septembre. Ceci faciliterait l'appropriation de l'analyse dans les deux sens.

Recommandation 6. Renforcer le croisement des expertises nationales sur la politique macro-prudentielle pour la production du diagnostic au niveau européen. À l'issue de ce dialogue, le rapport annuel du Comité européen du risque systémique serait publié au début du semestre européen pour nourrir celui de la Commission sur la situation macroéconomique de la zone euro. Ses principaux auteurs seraient auditionnés par le Parlement européen.

Compétitivité et dialogue social

Il existe dans certains pays des comités indépendants formulant des avis sur les évolutions salariales. En France, le groupe d'experts sur le SMIC rend chaque année un avis sur l'opportunité ou non d'un « coup de pouce » sur le salaire minimum, au-delà des règles d'indexation. En Belgique, une structure indépendante publie régulièrement un rapport sur l'évolution de la compétitivité du pays par rapport à l'Allemagne, la France et les Pays-Bas, et fixe une norme d'évolution salariale pour les négocia-

tiations entre partenaires sociaux – une norme que le gouvernement a le pouvoir d'imposer aux partenaires sociaux³⁰.

Comme on l'a vu plus haut, les politiques de rémunération au sens large (y compris cotisations sociales) ont de fortes externalités entre États membres, à la fois parce qu'elles déterminent la soutenabilité à long terme de l'appartenance des pays à la zone euro, et parce qu'elles influencent à court terme l'évolution des prix dans l'ensemble de la zone. Il serait donc judicieux de mettre en place le même type de comités indépendants dans chaque État membre et de les coordonner au niveau de la zone pour produire un rapport annuel qui serait utilisé pour démarrer le semestre européen. Ce rapport comparerait l'évolution des coûts salariaux unitaires et l'impact des politiques mises en place au niveau de chaque pays sur la compétitivité et l'inflation agrégée de la zone euro. Il permettrait de mieux coordonner, par exemple, les dévaluations fiscales entre États membres³¹.

Recommandation 7. Mettre en place dans chaque État membre un Conseil indépendant de la compétitivité et du dialogue social. Ses missions seraient d'émettre des recommandations sur les évolutions salariales nationales et/ou sectorielles et de se coordonner avec ses pairs pour produire une expertise consolidée au niveau de la zone euro. Chaque année, un rapport synthétique serait publié au début du semestre européen. Ses principaux auteurs seraient auditionnés par le Parlement européen.

L'importance de l'articulation entre la compétitivité et le macro-prudentiel peut être perçue au travers du cas français. La France a connu à la fois une dégradation de la balance courante, une hausse relative des salaires dans le secteur abrité de la concurrence internationale et, enfin, une hausse des prix de l'immobilier. S'il est difficile d'établir des causalités indiscutables, il est très probable que la hausse des prix immobiliers ait entraîné une hausse à la fois des revendications salariales et de l'endettement. L'accroissement de l'endettement international a permis de masquer ces dynamiques divergentes. Ainsi compétitivité (dynamique salariale) et aspects macro-prudentiels (dynamique des prix immobiliers, balance courante) sont-ils étroitement liés.

En contribuant, par le biais des conseils indépendants, à la formation d'un diagnostic partagé annuel au niveau de la zone euro, nous pensons que ces dispositifs faciliteraient l'appropriation, en aval du semestre, des recommandations de la Commission par les États.

²⁹ Cette proposition est proche de celle de Eyraud et Wu (2015) qui voient ce réseau comme un « partenaire de discussion » de la Commission européenne. Voir Eyraud L. et T. Wu (2015) : « Playing by the Rules: Reforming Fiscal Governance in Europe », *IMF Working Paper*, n° 2015-67, et aussi le rapport de Pervenche Berès (2015) : *Draft Report on the Economic Governance Framework: Stocktaking and Challenges*, n° 2014/2145 (INI), Parlement européen.

³⁰ Voir Sapir A. et G. Wolff (2015) : « Euro-Area Governance: What to Reform and How to Do It », *Bruegel Policy Brief*, n° 015/01.

³¹ Une dévaluation fiscale consiste à abaisser les prélèvements sur le travail en finançant cette mesure par une hausse de TVA, dans l'espoir de gagner en compétitivité-coût. C'est un jeu à somme nulle entre les pays de la zone euro.

Simplification du mécanisme d'alerte

En contrepartie, le mécanisme d'alerte de la Commission européenne pourrait être simplifié. Tout pays dont le solde courant dépasse un seuil fixé en valeur absolue (par exemple, 4 ou 5 % du PIB) serait automatiquement proposé au Conseil pour un bilan approfondi. En fonction des rapports reçus des comités indépendants et de ses propres travaux en interne, la Commission pourrait en outre proposer un bilan approfondi pour d'autres pays, en justifiant ses choix par les indicateurs qu'elle jugerait appropriés.

Mettre en avant un indicateur synthétique au titre de la PDM aiderait les décideurs politiques à s'approprier le mécanisme, de même que le seuil de déficit de 3 % du PIB joue un rôle important dans l'internalisation, par les différents gouvernements, des contraintes liées au partage d'une même monnaie. La perte d'information serait minime voire nulle puisque le tableau de bord serait remplacé par le travail des trois réseaux de comités indépendants et par le jugement de la Commission européenne.

Recommandation 8. Simplifier l'analyse des déséquilibres macroéconomiques en mettant en avant un indicateur synthétique : la valeur absolue du solde extérieur courant rapportée au PIB. En cas de franchissement d'un seuil fixé (par exemple, 4 ou 5 %), le pays concerné ferait automatiquement l'objet d'un bilan approfondi. En cas de non-franchissement, la Commission pourrait néanmoins proposer de réaliser une analyse détaillée en justifiant ce choix sur la base d'indicateurs explicites.

Conclusion : vers davantage d'intégration

L'union monétaire impose aux pays qui y participent une coordination étroite de leurs politiques économiques. Jusqu'à présent, cette coordination s'est focalisée sur la politique budgétaire, alors que les politiques de compétitivité et les politiques macro-prudentielles sont tout autant porteuses d'externalités. Pour améliorer la gestion macroéconomique de la zone euro, notamment au cours du cycle d'activité, nous proposons de réagencer le semestre européen, de spécialiser les instruments et de mieux articuler les dimensions zone euro et pays. Les instruments et l'expertise existent. L'enjeu est de mieux les utiliser.

Néanmoins, la coordination des politiques économiques en Europe doit être vue comme une étape vers davantage d'intégration entre États membres, en particulier sur la dimension budgétaire. La coordination monétaire en Europe n'a survécu à la crise de 1992-1993 que dans l'optique de la mise en place d'une monnaie unique. Le scénario est en train de se répéter pour la politique budgétaire qui devra un jour passer d'un « serpent budgétaire » (règles de coordination) à la création d'un budget fédéral significatif. La zone euro se dote peu à peu d'instruments fédéraux pour venir au secours des pays en crise (Mécanisme européen de stabilité), pour crédibiliser l'union bancaire (fonds de résolution), pour suppléer au manque d'investissement des États membres (Banque européenne d'investissement). Cette évolution n'est pas le fruit du hasard.

L'idée d'une « capacité budgétaire » en zone euro a été évoquée par le premier rapport dit des « quatre Présidents », en 2012³². L'objectif était alors de réfléchir à un système « limité » d'assurance macroéconomique : un pays soumis à un choc négatif spécifique recevrait des transferts temporaires ; un pays soumis à un choc positif spécifique verserait des transferts temporaires.

Plusieurs objectifs pourraient être assignés à un budget zone euro. Le premier, suggéré par le rapport des quatre Présidents et consistant en un système d'assurance mutuelle, ne nécessite pas de capacité d'endettement au niveau de la zone euro, donc pas non plus de ressource propre. Mais pour pouvoir réagir à des chocs communs, compte tenu de la taille limitée que pourrait avoir le budget (de l'ordre de 2 % du PIB de la zone euro³³), il faudrait prévoir une capacité d'endettement, et donc une ressource propre. Enfin, un objectif possible pour un budget zone euro serait de réaliser des investissements d'intérêt commun dans le but d'élever le potentiel de croissance de la zone ou de faciliter la transition énergétique. Dans un pays fédéral, ces trois objectifs (assurance mutuelle, capacité contra-cyclique et capacité d'investissement) se combinent car le budget commun est substantiel (22 % du PIB aux États-Unis). Ce ne sera probablement pas le cas pour un budget d'un ordre de grandeur inférieur.

D'avantage d'intégration sera aussi nécessaire dans d'autres domaines comme la fiscalité ou le marché du travail. Nos recommandations doivent être lues comme une première étape vers davantage d'intégration, une évolution qui apparaîtra de plus en plus indispensable au succès de l'Union économique et monétaire. En somme, la coordination comme préfiguration de l'intégration. ●

³² Van Rompuy H., J.M. Barroso, J.C. Juncker et M. Draghi (2012) : *Towards a Genuine Economic and Monetary Union*, 5 décembre.

³³ Voir Pisani-Ferry J., E. Vihriälä et G. Wolff (2013) : « Options for a Euro-Area Fiscal Capacity », *Bruegel Policy Contribution*, n° 2013/01.



**conseil d'analyse
économique**

Le Conseil d'analyse économique, créé auprès du Premier ministre, a pour mission d'éclairer, par la confrontation des points de vue et des analyses de ses membres, les choix du Gouvernement en matière économique.

Présidente déléguée Agnès Bénassy-Quéré

Secrétaire générale Hélène Paris

Conseillers scientifiques

Jean Beuve, Clément Carbonnier,
Jézabel Couppey-Soubeyran,
Manon Domingues Dos Santos

Assistante de recherche

Alice Keogh

Membres Agnès Bénassy-Quéré, Antoine Bozio,
Pierre Cahuc, Brigitte Dormont, Lionel Fontagné,
Cecilia García-Peñalosa, Philippe Martin,
Pierre Mohnen, Xavier Ragot, Jean Tirole,
Alain Trannoy, Étienne Wasmer, Guntram Wolff

Correspondante

Anne Perrot

Les Notes du Conseil d'analyse économique
ISSN 2273-8525

Directrice de la publication Agnès Bénassy-Quéré

Rédactrice en chef Hélène Paris

Réalisation Christine Carl

Contact Presse Christine Carl

christine.carl@cae-eco.fr Tél. : 01 42 75 77 47