

## Coordination des politiques économiques et surveillance macro-prudentielle dans la zone euro : la difficulté vient des stratégies de croissance différentes des pays

*La crise fait apparaître un regain d'intérêt pour la coordination des politiques économiques (afin de soutenir plus efficacement l'activité) et pour la surveillance macro-prudentielle (afin d'éviter les déséquilibres financiers) dans la zone euro.*

*Mais les stratégies de croissance des pays sont très différentes. On peut pour simplifier séparer l'Allemagne et le reste de la zone euro : l'Allemagne ne base sa croissance ni sur le crédit, ni sur le soutien de la demande par les salaires, puisque les gains de productivité ne sont pas distribués aux salariés ; elle dépend massivement des exportations, donc du commerce mondial, ce qui rend l'économie allemande très cyclique structurellement. Le reste de la zone euro a des stratégies opposées : jusqu'à la crise, croissance du crédit, baisse de la part des profits dans le PIB, faible dépendance vis-à-vis des exportations, poids des services domestiques et de la demande intérieure.*

*Le passage à un équilibre coopératif imposerait de modifier le partage des revenus et l'évolution des taux de change réels, dans les différents pays, c'est-à-dire de toucher aux stratégies de croissance ; la surveillance macro-prudentielle doit être capable de prendre en compte des cycles de tailles très différentes et d'origines différentes, et ne peut donc pas être basée sur des règles simples ; elle doit empêcher l'excès d'endettement et les bulles associées sur les prix des actifs, ce qui ne peut pas se faire, compte tenu de la situation allemande, par des instruments communs de la zone euro (comme les taux d'intérêt de la BCE), mais doit faire intervenir des instruments de politique économique spécifiques aux pays. La diversité des stratégies de croissance rend donc très complexe la coordination des politiques économiques et la supervision macro-prudentielle.*

Regain d'intérêt pour la coordination des politiques économiques et pour la surveillance macro-prudentielle dans la zone euro

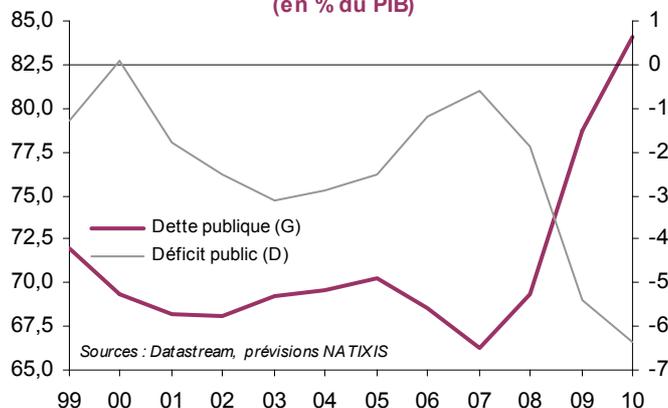
Les programmes de relance budgétaire et de soutien des banques mis en place après la crise dans la zone euro sont assez généralement jugés comme étant non coopératifs : ils incorporent de nombreuses mesures qui soutiennent la situation économique du pays où elles sont mises en place au détriment des autres pays : baisses d'impôts des entreprises, soutien aux entreprises de certains secteurs, garanties publiques non harmonisées sur les dettes bancaires.

Par ailleurs, la crise a révélé les déficiences de la supervision macro-prudentielle mise en place auparavant. La surveillance macro économique portait sur l'inflation, sur les déficits publics, qui sont restés sous contrôle jusqu'à la crise (graphiques 1 a – b), et pas sur les variables qui révélaient les déséquilibres financiers qui ont conduit à la crise : crédit, prix de l'immobilier... (graphique 2).

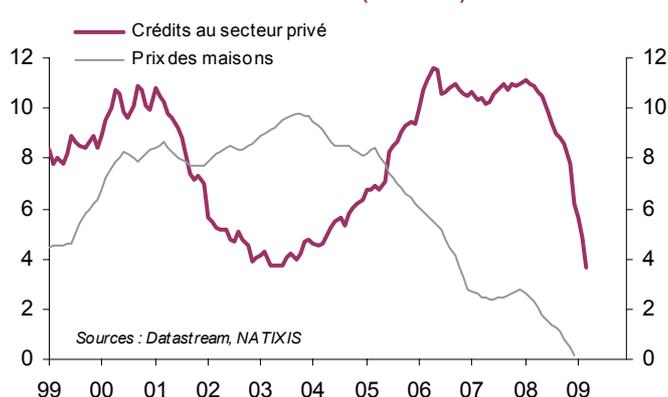
**Graphique 1 a**  
Zone euro : inflation et inflation sous-jacente\* (GA en %)



**Graphique 1 b**  
Zone euro : déficit public et dette publique (en % du PIB)



**Graphique 2**  
Zone euro : crédits au secteur privé et prix des maisons (GA en %)



Après la crise, la réflexion s'oriente donc sur le développement de la coordination des politiques économiques et sur la supervision macro-prudentielle dans la zone euro.

Nous voulons montrer ici que l'une et l'autre sont très difficiles à mettre en place en raison des différences entre les stratégies de croissance.

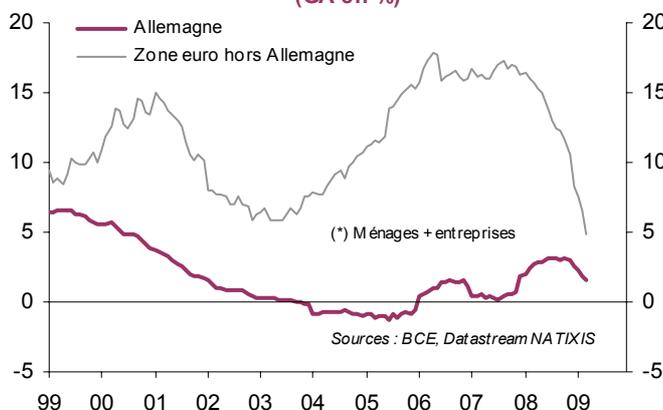
**Divergences entre les stratégies de croissance**

Nous ne pouvons pas ici rentrer dans le détail des stratégies pays par pays. Nous allons donc nous contenter de montrer les différences entre l'Allemagne et le reste de la zone euro, ce qui suffira à illustrer notre propos.

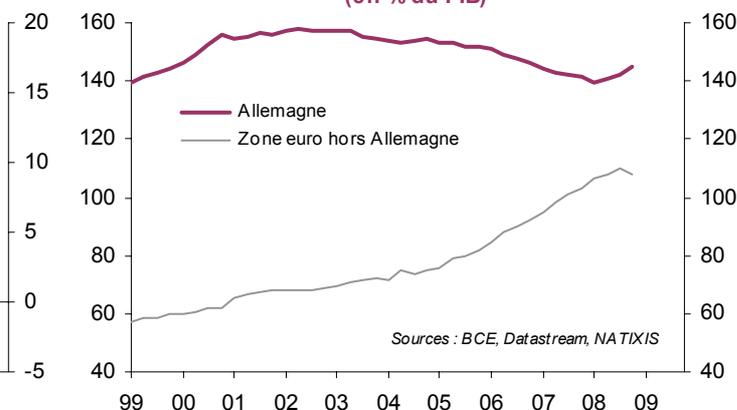
**A la différence du reste de la zone euro, que nous considérons donc globalement pour simplifier :**

1. **L'Allemagne n'a pas utilisé le crédit pour stimuler la demande intérieure (graphiques 3 a – b).**
2. **L'Allemagne a déformé le partage des revenus au détriment des salariés, qui n'ont pas reçu les gains de productivité (graphiques 4 a – b).**
3. **De ce fait, l'Allemagne n'a pas pu baser sa croissance sur la demande intérieure (graphique 5).**
4. Mais l'Allemagne a pu obtenir une hausse de **la profitabilité des entreprises et du taux d'autofinancement**, à l'inverse de ce qu'on voit dans les autres pays de la zone euro (graphiques 6 a – b).
5. **La croissance allemande est liée aux exportations (graphiques 7 a – b)** et non, on l'a vu plus haut, à la demande intérieure.
6. Ou, ce qui transmet le même message, **l'Allemagne a peu développé les emplois de services domestiques, protégés** par rapport au reste de la zone euro (graphique 8).

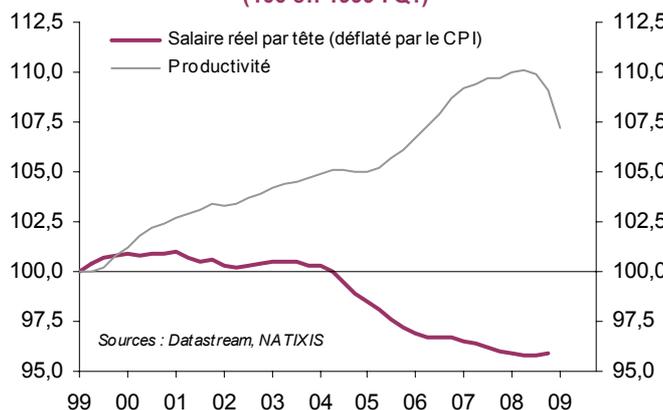
**Graphique 3 a**  
**Crédits bancaires au secteur privé\***  
(GA en %)



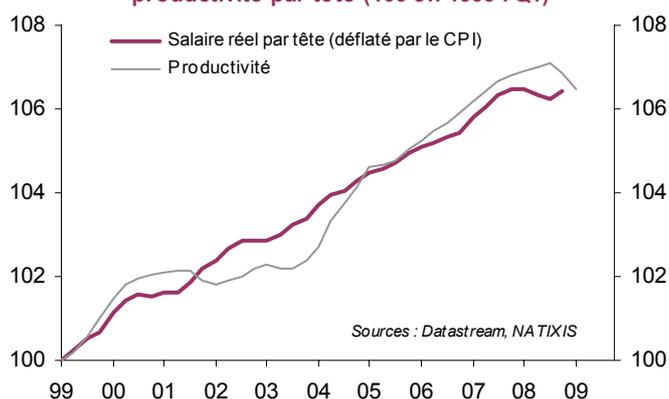
**Graphique 3 b**  
**Dettes des ménages et des entreprises**  
(en % du PIB)



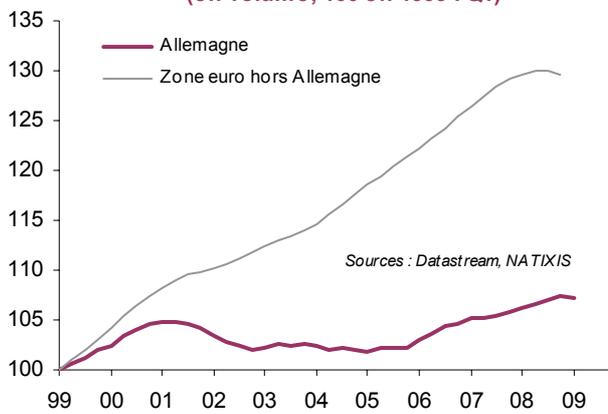
**Graphique 4 a**  
**Allemagne : salaire réel et productivité par tête**  
(100 en 1999 : Q1)



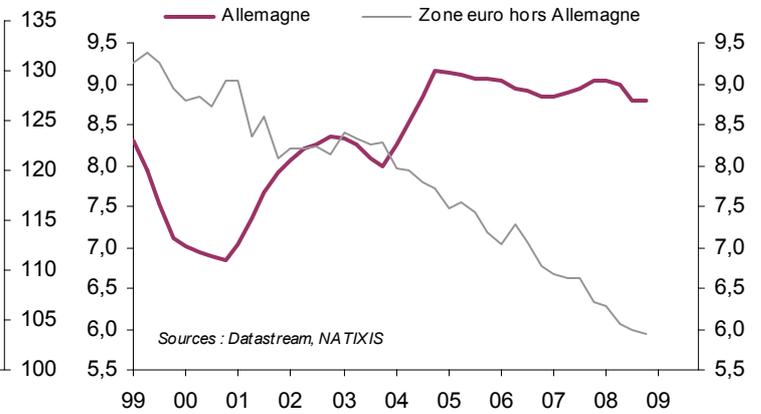
**Graphique 4 b**  
**Zone euro hors Allemagne : salaire réel et productivité par tête**  
(100 en 1999 : Q1)



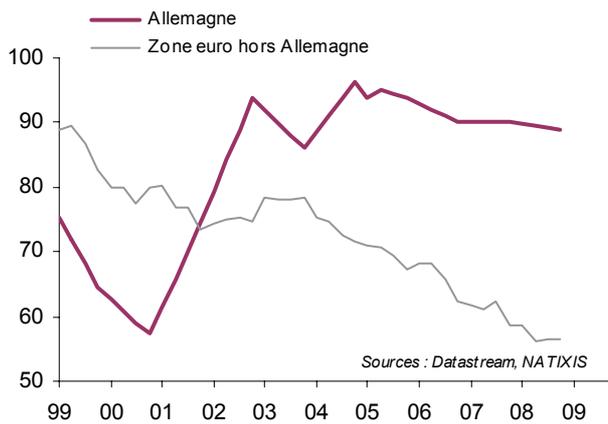
**Graphique 5**  
Demande intérieure  
(en volume, 100 en 1999 : Q1)



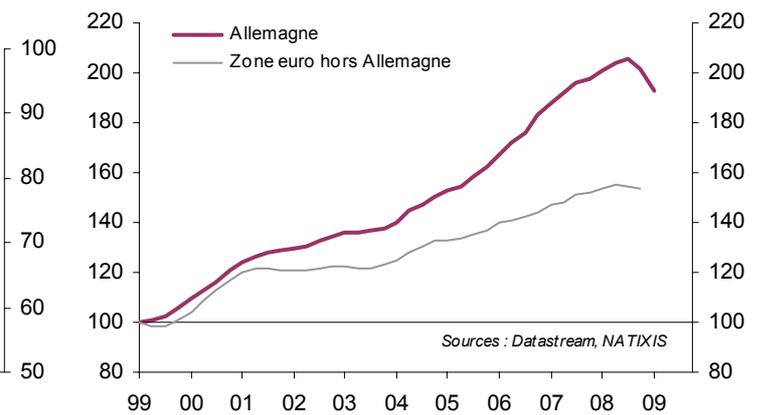
**Graphique 6 a**  
Profits (en % du PIB)



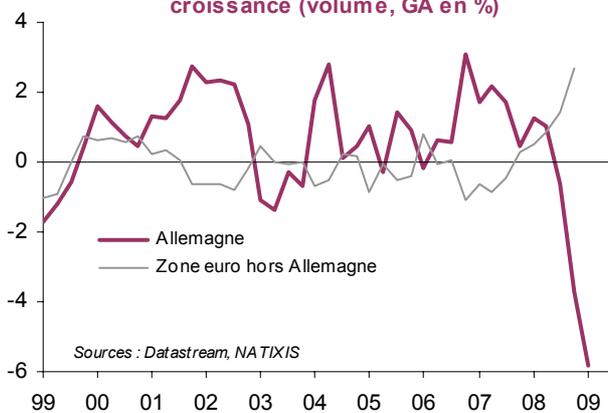
**Graphique 6 b**  
Taux d'autofinancement (en %)



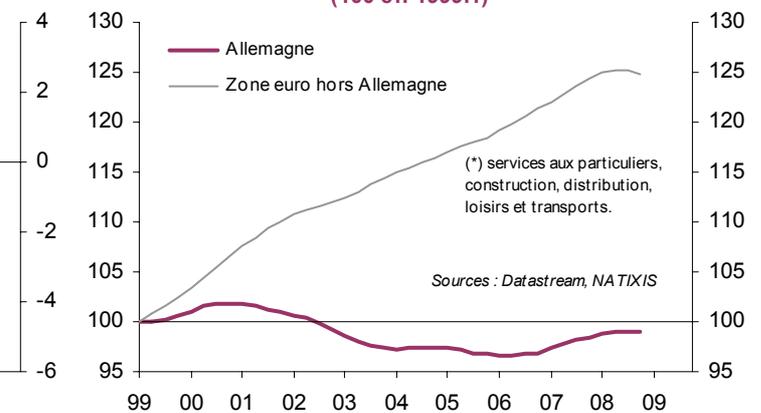
**Graphique 7 a**  
Exportations (en volume, 100 en 1999 : Q1)



**Graphique 7 b**  
Contribution du commerce extérieur à la croissance (volume, GA en %)



**Graphique 8**  
Emploi dans les secteurs protégés (\*)  
(100 en 1999:1)



**Il résulte de cette divergence entre les stratégies de croissance des économies très différentes**

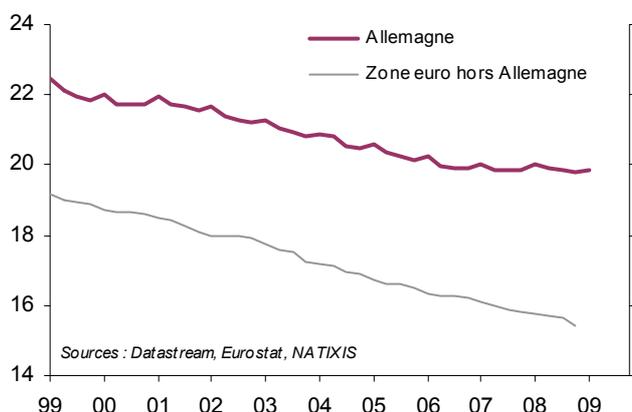
Nous comparons toujours l'Allemagne et les autres pays de la zone euro. **Ce qui précède montre que leurs économies sont très différentes :**

- **croissance liée aux exportations** (graphiques 7 a – b) et à l'industrie (graphique 9) en Allemagne, à la demande intérieure et aux secteurs protégés de la concurrence étrangère dans les autres pays de la zone euro (graphiques 5 et 8) ;
- **rôle important du crédit dans la zone euro hors Allemagne, pas en Allemagne** (graphiques 3 a – b) ;
- **déformation du partage des revenus en faveur des profits en Allemagne, en faveur des salariés dans le reste de la zone euro** (graphiques 4 a – b ; 6 a – b).

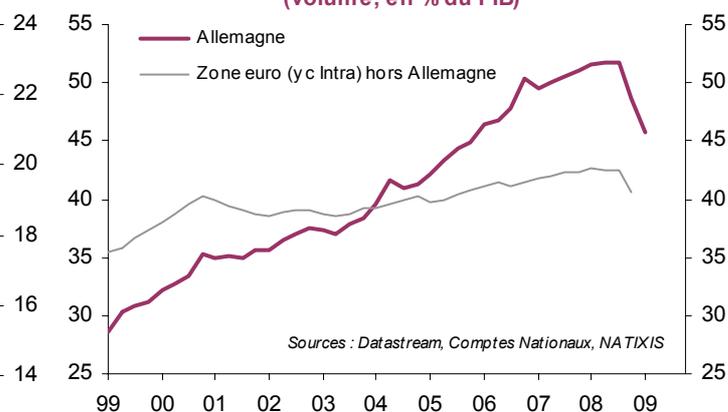
**Le poids des exportations dans l'économie allemande est devenu supérieur à ce qu'il est dans les autres pays de la zone euro (graphique 10).**

**Le commerce mondial étant très cyclique (graphique 11), ceci implique que l'économie allemande est devenue très cyclique par rapport aux autres économies européennes (graphique 12).**

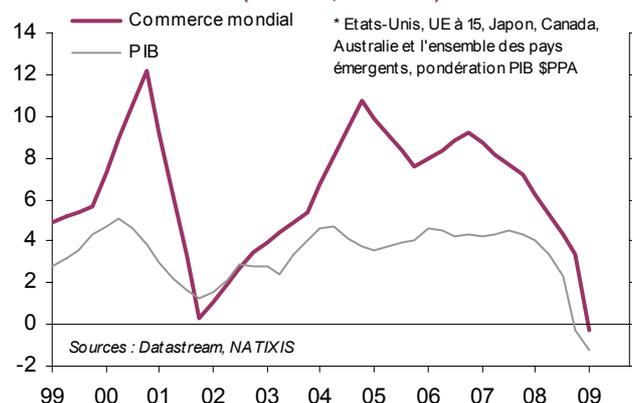
**Graphique 9**  
Emploi manufacturier (en % de l'emploi total)



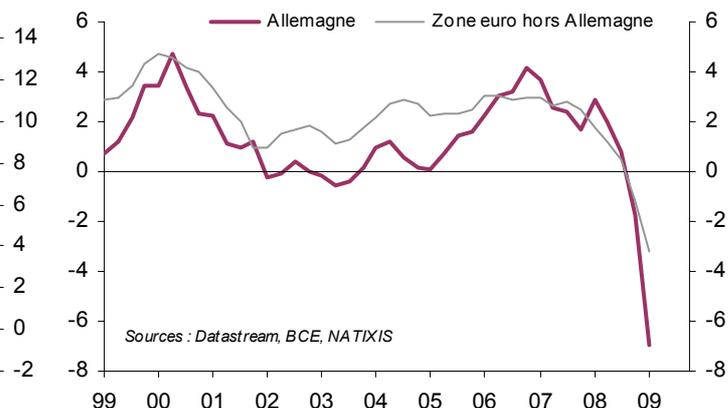
**Graphique 10**  
Exportations en biens et services (volume, en % du PIB)



**Graphique 11**  
Monde\* : commerce et croissance du PIB (volume, GA en %)



**Graphique 12**  
Croissance du PIB (volume, GA en %)



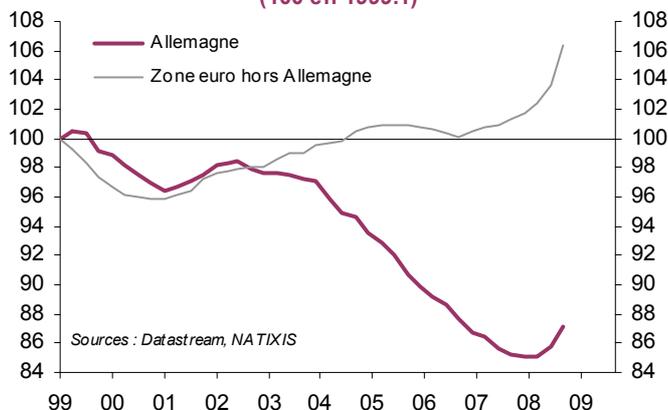
Nous allons maintenant montrer que ces écarts majeurs entre les situations et stratégies économiques de l'Allemagne et des autres pays de la zone euro constituent un obstacle majeur à la mise en place de la coordination des politiques économiques et de la supervision macro-prudentielle dans la zone euro.

La coordination des politiques économiques impliquerait une modification des stratégies de croissance

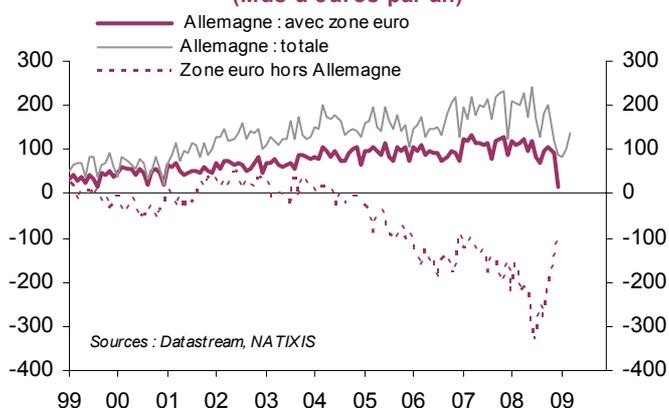
La coordination des politiques économiques dans la zone euro aurait des implications assez claires :

- l'Allemagne, dans l'équilibre actuel, pénalise les autres pays de la zone euro en ayant une demande intérieure faible (graphique 5 plus haut) et une politique de réduction des coûts (graphique 13) qui lui permet de gagner des parts de marché par rapport aux autres pays de la zone euro (graphique 14) ;
- les autres pays de la zone euro ont une politique salariale qui tire la demande, donc aussi la production en Allemagne, et d'une part conduit à une appréciation de leur taux de change réel, donc dégrade leur commerce extérieur, d'autre part permet à l'Allemagne de mener sa politique de compression des salaires (graphiques 4 a – b plus haut) en la compensant par les exportations.

**Graphique 13**  
Coût salarial unitaire manufacturier  
(100 en 1999:1)



**Graphique 14**  
Balance commerciale  
(Mds d'euros par an)



La politique coopérative dans la zone euro impliquerait donc :

- une distribution des gains de productivité aux salariés en Allemagne ;
- un effort de compression des coûts et d'amélioration de la compétitivité dans le reste de la zone euro.

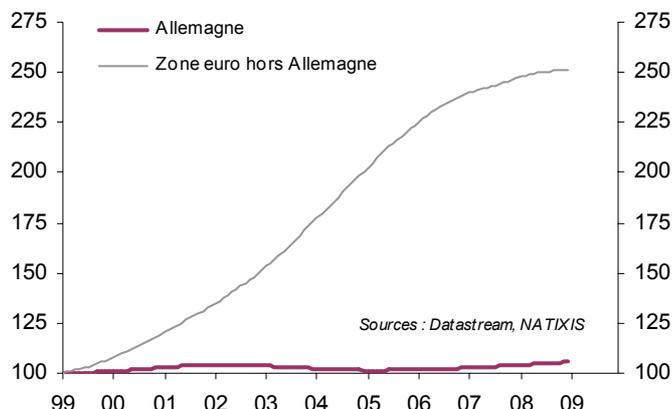
La difficulté est évidemment que ceci interfère avec les politiques de partage des revenus, donc avec les stratégies de croissance des pays.

Compte tenu des écarts entre les stratégies de croissance, la supervision macro-prudentielle de la zone euro ne peut pas se réduire à des règles simples

Les déséquilibres financiers sont nés de l'excès d'endettement (dans la zone euro, hors Allemagne, voir graphiques 3 a – b), de la hausse excessive assurée des prix de l'immobilier (graphique 15).

La surveillance macro-prudentielle de la zone euro (comme des autres grands pays de l'OCDE) doit donc nécessairement inclure la supervision, outre des variables habituelles (inflation, déficits publics...), du crédit et des prix des actifs.

**Graphique 15**  
**Prix des maisons (100 en 1999 : 1)**



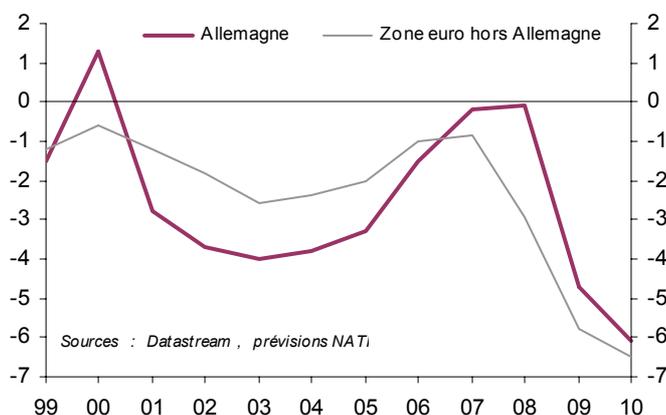
**Les difficultés associées sont donc nombreuses :**

- comme on l'a vu plus haut (graphiques 10 – 11 – 12), l'exposition de l'Allemagne aux exportations rend l'économie allemande plus cyclique que celle des autres pays de la zone euro. Ceci implique **qu'on ne peut pas utiliser la même règle budgétaire (comme le Pacte de Stabilité) pour les différents pays de la zone euro, qu'il faut adapter la règle à l'ampleur des cycles qui affectent les pays.**

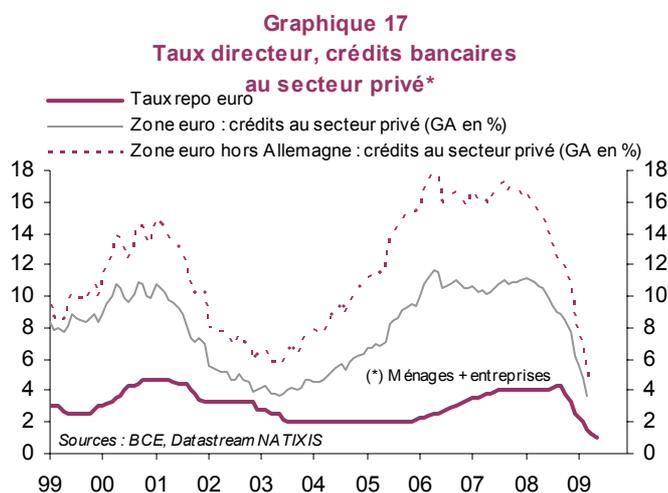
On s'attendrait à ce que, compte tenu de la taille des cycles, la politique budgétaire soit davantage contracyclique en Allemagne, ce qui n'est pas le cas (**graphique 16**) en raison des réticences des autorités allemandes.

- **la supervision du crédit et des prix des actifs est aussi difficile puisque le modèle allemand (absence d'utilisation du crédit, stabilité des prix de l'immobilier) s'oppose à celui du reste de la zone euro. Une croissance trop rapide du crédit et des prix des actifs, comme on l'a vu à la fin des années 1990 ou de 2004 à 2007 dans la zone euro en dehors d'Allemagne, ne peut pas se corriger par un instrument global de la zone euro en raison de la situation allemande.**

**Graphique 16**  
**Déficit public (en % du PIB)**



Ceci explique en partie pourquoi la politique monétaire de la zone euro n'a pas corrigé la hausse du crédit avant la crise (**graphique 17**) : le taux repo de la BCE n'était pas l'instrument adapté parce qu'il concerne aussi l'Allemagne.



**Il faut donc modifier les instruments de la politique économique pour pouvoir corriger les évolutions du crédit à des prix des actifs dans certains pays et pas dans d'autres :**

- utilisation **d'instruments ciblés de la politique monétaire** : taux de réserves obligatoires, ratios de capital, ratios de liquidité, spécifiques à certains pays ou à certaines formes de crédit ;
- **utilisation de la politique budgétaire** (détaxation ou non des intérêts sur les crédits, taxation des plus-values en capital...).

**Synthèse :**  
**l'hétérogénéité de la zone euro complique la politique économique**

Nous avons montré **l'hétérogénéité de la zone euro en ce qui concerne les stratégies de croissance utilisées, qui opposent en particulier l'Allemagne et le reste de la zone euro.**

Elle implique :

- **que la coordination des politiques économiques, nécessite une modification de ces stratégies de croissance (par exemple de la stratégie de partage des revenus), ce qui est évidemment compliqué à obtenir des pays :**
- **que la supervision macro-prudentielle (de l'évolution des déficits publics, du crédit, des prix des actifs...) ne peut pas se faire à partir des règles uniques appliquées à toute la zone (comme le Pacte de Stabilité) et que la correction des déséquilibres ne peut pas se faire en utilisant des instruments globaux (comme le taux directeur de la BCE). Il faut au contraire des règles et des instruments spécifiques à chaque pays ce qui est à l'opposé de la pratique de la zone euro.**