
**Quel *policy mix* de sortie de crise
pour la zone euro ?
Vers de nouvelles convergences
franco-allemandes**

Pascal Kauffmann

Henrik Uterwedde

Janvier 2015

Comité d'études des relations franco-allemandes

L'Ifri est, en France, le principal centre indépendant de recherche, d'information et de débat sur les grandes questions internationales. Créé en 1979 par Thierry de Montbrial, l'Ifri est une association reconnue d'utilité publique (loi de 1901). Il n'est soumis à aucune tutelle administrative, définit librement ses activités et publie régulièrement ses travaux.

L'Ifri associe, au travers de ses études et de ses débats, dans une démarche interdisciplinaire, décideurs politiques et experts à l'échelle internationale.

Avec son antenne de Bruxelles (Ifri-Bruxelles), l'Ifri s'impose comme un des rares *think tanks* français à se positionner au cœur même du débat européen.

*Les opinions exprimées dans ce texte
n'engagent que la responsabilité des auteurs.*

Cette « Vision franco-allemande » est publiée dans le cadre du « Dialogue d'avenir franco-allemand », un projet mené en coopération par le Comité d'études des relations franco-allemandes de l'Institut français des relations internationales, la Deutsche Gesellschaft für Auswärtige Politik et la

Robert Bosch Stiftung

Les activités de recherche, de secrétariat de rédaction et de publication du Cerfa bénéficient du soutien du Centre d'analyse, de prévision et de stratégie du ministère des Affaires étrangères et du Frankreich-Referat de l'Auswärtiges Amt.



Directeur de collection : Hans Stark

ISBN : 978-2-36567-348-8

© Ifri – 2015 – Tous droits réservés

Ifri
27 rue de la Procession
75740 Paris Cedex 15 – FRANCE
Tél. : +33 (0)1 40 61 60 00
Fax : +33 (0)1 40 61 60 60
Email : ifri@ifri.org

Ifri-Bruxelles
Rue Marie-Thérèse, 21
1000 – Bruxelles – BELGIQUE
Tél. : +32 (0)2 238 51 10
Fax : +32 (0)2 238 51 15
Email : bruxelles@ifri.org

Site Internet : ifri.org

Auteurs

Ingénieur économiste de l'École centrale de Paris, Pascal Kauffmann est professeur agrégé de Sciences économiques à l'Université de Bordeaux. Il est membre du Centre de recherche et de documentation européen et international (CRDEI), ainsi que du Centre d'excellence Jean Monnet. Il dirige le Magistère d'économie et finance internationales de l'Université de Bordeaux.

Henrik Uterwedde est chercheur associé au Deutsch-Französisches Institut (DFI) à Ludwigsburg après en avoir été directeur adjoint jusqu'à 2014. Politologue et économiste, il est professeur honoraire de l'université de Stuttgart et professeur associé à l'université d'Osnabrück.

Résumé

La quasi-récession que connaît la zone euro est un motif de grave préoccupation. Cette atonie de la croissance se double d'un phénomène tout aussi exceptionnel, la menace grandissante de la déflation. Le déficit de croissance et la trop faible inflation compliquent les ajustements budgétaires structurels encore nécessaires dans certains États européens, notamment en France et en Italie. Plus fondamentalement, ils indiquent que les dysfonctionnements de l'Union économique et monétaire (UEM), mis au jour en 2009-2010 par la crise des finances publiques grecques, sont encore loin d'être tous réglés sur le fond. Si, dans un premier temps, les positions allemandes et françaises sur la gestion de crise se sont confrontées de manière schématique, bloquant bon nombre de décisions, le débat semble avoir évolué tant en France qu'en Allemagne. Cette *Vision franco-allemande* explore les éléments constitutifs d'un *policy mix* et d'un agenda économique qui pourraient être consensuels pour à la fois pérenniser structurellement l'UEM et résoudre ses graves problèmes conjoncturels.

Dans un premier temps, elle dresse un état des lieux de la zone euro, telle qu'elle apparaît après les crises récentes (la crise financière de 2007-2008 ; la grande récession ; la crise grecque ; la crise des dettes souveraines) en mettant en avant les différentes mesures qui ont été prises au niveau des chefs d'État et de gouvernement de l'UE pour y répondre. Ainsi, les plans de relance de 2009-2010 ont montré que les États sont capables de prendre des mesures concertées de relance budgétaire compte tenu de la gravité de la situation macroéconomique. La crise de l'endettement souverain a donné lieu à des avancées réelles sur le plan de la gouvernance macroéconomique (Le *Six-pack* de 2011 ; le Mécanisme européen de stabilité ; et le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance de 2012) mais celles-ci sont à la fois insuffisantes et déséquilibrées.

Dans un second temps, cette *Vision franco-allemande* examine le défi que constitue, pour la politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE), le risque de déflation, ainsi que les controverses qui entourent certaines de ses actions non conventionnelles, notamment en Allemagne, où l'on se heurte aux différents programmes d'achat d'actifs par la BCE. Au demeurant, on est en droit d'attendre des États membres de la zone euro non seulement qu'ils ne créent pas de contraintes indues pesant sur la politique monétaire de la BCE, mais au contraire qu'ils participent à

son action préventive face au risque de déflation.

Au final, cette *Vision franco-allemande* insiste sur la nécessité de renforcer le potentiel de croissance de l'UEM, ce qui suppose d'agir structurellement sur l'offre et l'appareil productif européen, ainsi que sur les finances publiques des États membres. Elle souligne notamment le rôle privilégié que pourraient jouer des mesures (nationales et européennes) de soutien à l'investissement, tant public que privé. Elle propose en conclusion certains éléments de compromis, pour dessiner un *policy mix* qui s'articule autour de trois volets interdépendants : une relance par les investissements (sur le plan macroéconomique) ; une consolidation budgétaire crédible et programmée (au niveau des finances publiques) ; enfin, des réformes structurelles, différenciées selon les pays, afin de redresser la compétitivité et le potentiel de croissance tant au niveau national qu'au niveau européen.

Executive Summary

The quasi-recession which the Eurozone is currently experiencing gives reason for great concern. This decline in economic growth is accompanied by an equally exceptional phenomenon: the growing threat of deflation. The growth deficit and the overly low inflation complicate the structural budgetary adjustments that are still necessary in certain European states, most notably in France and Italy. More importantly, they indicate that the malfunctions of the Economic and Monetary Union (EMU), revealed by the Greek government debt crisis in 2009-2010, are still far from being sustainably resolved. Although the German and French approaches on the appropriate crisis-management steps to take were initially in conflict, blocking many necessary decisions, the debate now seems to have evolved in France as well as in Germany. This *Vision franco-allemande* examines the constitutive elements of a policy mix and economic agenda that could be agreed in order to both structurally institutionalize the EMU and to resolve its sore cyclical difficulties.

First, it takes stock of the Eurozone's current state as it appears following the recent financial crises (the 2007/2008 financial crisis ; the great recession ; the Greek government debt crisis ; the European sovereign debt crisis) by highlighting the different measures that have been taken at the level of heads of state and government to address the crisis. In this regard, the 2009/2010 recovery plans have demonstrated that the various states are capable of taking concerted fiscal stimulus measures in the light of the severe macroeconomic situation. The European sovereign debt crisis produced real progress in the field of macroeconomic governance (the "Six Pack" of 2011, the European Stability Mechanism, and the Fiscal Compact of 2012) – even though the measures have been insufficient and unbalanced.

Second, this *Vision franco-allemande* examines the challenge that the risk of deflation poses for the European Central Bank's (ECB) monetary policy, as well as the controversies around some of its unconventional measures, most notably in Germany where people reacted indignantly to the ECB's different asset purchase programs. In fact, one can legitimately expect that the Eurozone member states will not only reject the creation of new constraints on the ECB's monetary policy, but will, indeed, willingly participate in the ECB's preventive action in the light of looming deflation.

Lastly, this *Vision franco-allemande* insists on the need to strengthen the EMU's growth potential, which requires acting

structurally on the demand and the supply side, as well as on the member states' budgets. In particular it highlights the privileged role that (national and European) support measures, both public and private, could play. It then proposes potential compromise elements in order to outline a policy mix built around three interdependent parts: a stimulus package using investments (on the macroeconomic level) ; a scheduled and credible fiscal consolidation (on the budgetary level), and differentiated structural reforms depending on the country, in order to release the potential for competitiveness and growth on both the national and European level.

Sommaire

INTRODUCTION	7
LA ZONE EURO DEPUIS LA CRISE DES <i>SUBPRIMES</i> : ETAT DES LIEUX	9
Les enseignements de la crise financière (2007-2008)	9
La crise grecque	11
La crise des dettes souveraines	12
LA BCE FACE AU RISQUE DE DEFLATION	15
Rappel des initiatives de la BCE.....	15
Divergences de vues entre l'Allemagne et la BCE	16
UNE STRATEGIE DE CROISSANCE SOUTENABLE	18
Les faiblesses structurelles de l'économie européenne	19
Politique macroéconomique : une relance par les investissements.....	20
Finances publiques : programmer la consolidation budgétaire	21
Les réformes au cœur d'une stratégie de croissance.....	22
CONCLUSION.....	26
VISIONS FRANCO-ALLEMANDES	28
Dernières publications du Cerfa.....	28
LE CERFA.....	29

Introduction

La quasi-récession que connaît la zone euro est, en soi, un motif de grave préoccupation¹. Les épisodes de récession, faut-il le rappeler, ont été rares dans l'après-guerre. La période ouverte par la crise financière de 2007 est donc exceptionnelle, au plus mauvais sens du terme. Les taux de chômage observés dans certains États membres de l'Union économique et monétaire (UEM) l'attestent sans ambiguïté, et rappellent le coût social engendré par un écart de production (output gap) durablement négatif.

Cette atonie de la croissance se double d'un phénomène tout aussi exceptionnel : la menace grandissante de la déflation. Non seulement la hausse des prix dans la zone euro est, depuis plusieurs mois, inférieure à 0,5 %, mais les prévisions ne s'alignent plus sur l'objectif de moyen terme de la Banque centrale européenne (BCE), à savoir un taux annuel de 2 %. Cela montre que, en dépit de certaines analyses superficielles, l'épisode de faible inflation que nous connaissons actuellement n'est ni fortuit ni passager. Au demeurant, la baisse des prix est déjà une réalité macroéconomique dans plusieurs pays d'Europe du Sud. Or, si les phases de déflation sont rares dans l'histoire économique du siècle dernier, elles se sont toujours révélées redoutables pour la politique économique (comme au Japon depuis les années 1990), voire proprement catastrophiques (comme dans les années 1930).

Le déficit de croissance et la trop faible inflation compliquent, bien évidemment, les ajustements budgétaires structurels encore nécessaires dans certains États européens, notamment en France et en Italie. Plus fondamentalement, ils indiquent que les dysfonctionnements de l'UEM, mis au jour en 2009-2010 par la crise des finances publiques grecques, sont encore loin d'être tous réglés sur le fond. S'agissant de la zone euro, la question du prêteur en dernier ressort reste entachée d'ambiguïtés peu constructives. Parallèlement, certaines questions afférentes à l'union bancaire demeurent en suspens, comme celle de l'unification des mécanismes d'assurance-dépôt. Sur ces différents sujets, les controverses et divergences de vues sont indéniables entre les États membres de l'UEM, en particulier entre la France et l'Allemagne. L'objectif de la présente note est de réfléchir aux moyens de les dépasser², et plus

¹ À ce sujet, voir en particulier OCDE, *Perspectives de l'économie mondiale*, novembre 2014.

² Au demeurant, dès le début de la crise dans la zone euro, les divergences franco-

précisément d'identifier les éléments constitutifs d'un *policy mix* et d'un agenda économique suffisamment consensuels pour tout à la fois pérenniser l'UEM sur le plan structurel et résoudre les graves problèmes conjoncturels auxquels elle fait face.

À cette fin, nous commencerons par dresser un état des lieux de la zone euro telle qu'elle apparaît après les crises récentes qui l'ont profondément transformée, puis nous examinerons plus spécifiquement le défi que constitue, pour la politique monétaire de la BCE, le risque de déflation, ainsi que les controverses qui entourent certaines de ses actions non conventionnelles. Nous insisterons ensuite sur la nécessité de renforcer le potentiel de croissance de l'UEM, ce qui suppose d'agir structurellement sur l'offre et l'appareil productif européen, ainsi que sur les finances publiques des États membres. Nous montrerons également que la mise en œuvre de mesures de soutien à l'investissement tant public que privé, au niveau national comme au niveau européen, pourrait se révéler décisive. Enfin, nous proposerons en conclusion quelques éléments de compromis et esquisserons les grandes lignes d'un *policy mix* approprié pour sortir la zone euro de la crise.

allemandes étaient patentes. Elles n'en ont pas moins été en grande partie surmontées (voir P. Kauffmann et H. Uterwedde, « La France et l'Allemagne face à la crise de l'euro. À la recherche de la convergence perdue », Ifri, *Visions franco-allemandes*, n° 17, juillet 2010).

La zone euro depuis la crise des *subprimes* : état des lieux

Depuis 2007, la zone euro a été frappée par plusieurs crises successives, dont l'épisode des *subprimes* fut l'élément déclencheur. Ces crises ont révélé plusieurs lignes de faille dans la construction monétaire européenne. Certaines d'entre elles ont été corrigées depuis³, mais d'autres, et non des moindres, subsistent.

Les enseignements de la crise financière (2007-2008)

Jusqu'à la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, la crise européenne est principalement financière et bancaire. C'est à ce niveau qu'elle va révéler une première forme d'incomplétude de l'UEM. En effet, la crise exacerbe certains hiatus au sein même du marché intérieur des banques et des services bancaires. Il apparaît, curieusement, que le droit bancaire européen n'est pas totalement harmonisé, notamment en matière de règlement des faillites. Résultat : un établissement en difficulté peut bénéficier d'un traitement très variable selon son État d'origine. En outre, l'absence d'une gouvernance bancaire unifiée crée des difficultés de plusieurs ordres, et complique en particulier la surveillance des groupes bancaires plurinationaux, de plus en plus nombreux. Parallèlement, certaines autorités nationales rechignent à révéler en temps utile les informations les plus critiques sur leurs banques en difficulté. Enfin, l'absence de véritable union bancaire dans la zone euro ouvre la voie à des pratiques profondément non coopératives. Ainsi, certains États n'hésitent pas à tirer profit des différences entre les régimes d'assurance-dépôt pour attirer des déposants et ainsi améliorer la situation de liquidité de leurs banques, au détriment de leurs confrères européens.

La conjugaison des événements de la période 2007-2008 et

³ Sur les contributions du tandem franco-allemand à la résolution des premières crises en Europe, voir par exemple J. F. Jamet, F. Lirzin, J. Schild et D. Schwarzer, « Gestion de crise et réformes de la gouvernance dans la zone euro. Des approches différentes, mais une concertation étroite », in C. Demesmay, M. Koopmann et J. Thorel (dir.), *L'Atelier du consensus. Processus franco-allemands de communication et de décision*, Cergy-Pontoise, CIRAC, 2014.

de la crise de la dette souveraine (voir *infra*) conduit alors l'Union européenne (UE) à entreprendre la formalisation d'une union bancaire dans la zone euro, sur la base de quatre éléments constitutifs :

1. une pleine harmonisation du droit bancaire entre États membres, aujourd'hui acquise ;
2. l'existence d'un mécanisme de supervision bancaire unique (le MSU), effectif depuis novembre 2014, et dont la clé de voûte est la BCE ;
3. l'existence d'un mécanisme unifié de résolution des crises bancaires (le MRU) ;
4. l'unification des régimes d'assurance-dépôt, autour d'un fonds d'indemnisation européen.

Il est révélateur que les deux derniers volets de l'union bancaire s'avèrent bien plus difficiles à concrétiser que les deux premiers⁴. Cela tient au fait que la mise en place du MRU comme d'un fonds européen d'assurance-dépôt rend possibles les transferts budgétaires entre États membres, auxquels l'Allemagne est hostile⁵.

Lorsque l'économie européenne entre en récession à l'automne 2008, nombre de ses membres souffrent d'un lourd handicap : ils ont accumulé une dette publique importante qui dépasse souvent 60 % du PIB, soit la limite absolue fixée par le Pacte de stabilité et de croissance (PSC). Pourtant, ces États ne vont pas hésiter à prendre des mesures concertées de relance budgétaire compte tenu de la gravité de la situation macroéconomique. Cela montre, au demeurant, que l'Union est capable de mettre en œuvre une politique de soutien à la conjoncture lorsque le diagnostic sous-jacent fait consensus. Les plans de relance des années 2009-2010 vont bien évidemment creuser les déficits budgétaires et accroître davantage l'endettement souverain. Toutefois, ils sont loin d'être l'unique cause de ces évolutions. En effet, dans plusieurs cas (Irlande et Espagne en particulier), c'est le sauvetage de grandes banques en difficulté qui explique l'essentiel du coût supporté par les finances publiques. Une réalité que les dirigeants de la zone euro auront par trop tendance à vouloir occulter par la suite.

L'effort concerté de relance porte ses premiers fruits rapidement. Il est malheureusement interrompu par l'irruption de la

⁴ S'agissant de la résolution des crises, il existe un accord sur les procédures (notamment sur l'ordre de mise à contribution des créanciers en cas de faillite bancaire), mais le fonds de résolution européen ne sera pas mis en place avant dix ans. Quant à la communautarisation de l'assurance-dépôt, elle est écartée pour l'instant.

⁵ Voir J. Pisani-Ferry et G. Wolff, « The fiscal implications of a banking union », Bruegel, *Policy Brief*, n° 2, septembre 2012. De manière générale, l'Allemagne s'oppose à tout type de mécanisme permettant des transferts budgétaires entre États (Transferunion).

crise des finances publiques grecques à l'automne 2009. Entre autres conséquences, cette dernière fera, à tort, de l'excès d'endettement public le principal problème de la zone euro. La lecture « austéritaire » de la crise européenne qui en est résultée perdue encore aujourd'hui, notamment en Europe du Nord, et constitue un obstacle majeur à l'élaboration d'un *policy mix* de sortie de crise.

La crise grecque

La crise des finances publiques grecques est pour beaucoup dans la séquence de turbulences que traverse actuellement l'UEM, et ce à plusieurs titres. En premier lieu, elle a suscité l'indignation en raison des manipulations avérées des statistiques officielles auxquelles se sont livrées les autorités grecques. On est d'autant moins enclin à venir en aide à un partenaire que ce dernier est déloyal – surtout dans les pays de culture germanique. En deuxième lieu, la crise grecque a montré que la zone euro pouvait être affectée par des syndromes systémiques. Si la position initiale de l'Allemagne était de ne pas aider la Grèce, une telle mesure n'était pas une véritable option au vu des développements alors en cours en termes de *spreads* de taux d'intérêt souverains, et des risques (avérés) de contagion à d'autres pays. Enfin – *last but not least* –, l'épisode grec a biaisé toute la lecture ultérieure de la crise de l'UEM, en mettant indûment la question de la maîtrise des finances publiques au cœur des débats.

Il faut, à cet égard, rappeler la stigmatisation dont ont pu faire l'objet certains États comme l'Irlande ou l'Espagne à cause de la dégradation de leurs positions budgétaires à partir de 2010. Implicitement assimilée au cas grec, l'explosion des dettes publiques irlandaise et espagnole n'est pourtant qu'une *conséquence* – et non une cause – de la crise financière, imputable au coût du sauvetage des systèmes bancaires de ces deux pays. On oublie trop souvent que la dette de l'Irlande et celle de l'Espagne étaient, en 2007, inférieures à celle de l'Allemagne et de la France en pourcentage du PIB⁶.

Malgré leurs désaccords, mais au prix d'une coûteuse perte de temps, les membres de la zone euro sont parvenus, à la suite de l'épisode grec, à remédier à certaines des déficiences originelles de l'Europe de Maastricht, en optant notamment pour une interprétation plus souple de la fameuse clause de *no bail out* (art. 125 du Traité sur le fonctionnement de l'UE – TFUE), ce qui permettra *in fine* d'aider un État en difficulté via des prêts conditionnels. Néanmoins, l'inefficacité des procédures de décision collective a révélé les failles béantes de la gouvernance macroéconomique dans la zone euro, qui n'ont pas

⁶ Voir par exemple B. Moro, « Lessons from the European Economic and Financial Great Crisis: A Survey », *European Journal of Political Economy*, août 2013.

été totalement corrigées. La propagation de la crise des finances publiques au Portugal et à l'Irlande, fin 2010 et début 2011, en sera la conséquence directe.

La crise des dettes souveraines

L'extension de la crise des dettes souveraines à toute l'Europe du Sud conduit les membres de la zone euro à revoir plusieurs fois leur dispositif d'aide aux États en difficulté. Un premier fonds de sauvetage purement temporaire – le Fonds européen de stabilité financière (FESF) – est alors imaginé, sous la pression de l'Allemagne, entretenant l'idée fausse que la crise serait courte et unique en son genre. Face au démenti apporté par les faits, il devient nécessaire de créer un mécanisme de sauvetage pérenne et institutionnalisé, le Mécanisme européen de stabilité (MES). Celui-ci est à la zone euro ce que le Fonds monétaire international (FMI) est à l'économie mondiale, et force est de reconnaître qu'il eût été pour le moins curieux que le second existât et non le premier, en quelque sorte « oublié » par le traité de Maastricht.

Toutefois, le MES souffre de ce que sa capacité de prêts (500 milliards d'euros environ) pourrait s'avérer insuffisante si de grands pays surendettés (comme l'Italie) devaient y faire appel. La pérennité de la zone euro, menacée d'éclatement⁷ au premier semestre 2012, ne peut donc être assurée que par l'affirmation d'un acteur en dernier ressort sur les marchés de dette souveraine. La BCE, consciente de l'enjeu, fait une première démarche en ce sens en 2011 avec son programme SMP (*Securities Market Program*) de rachat de titres publics – sur les marchés secondaires, respectant ainsi la lettre du traité (art. 123 TFUE). La banque centrale se heurte toutefois à deux difficultés. D'une part, l'Italie tire avantage du soutien ainsi obtenu pour relâcher ses efforts d'ajustement, offrant un exemple typique d'aléa de moralité. D'autre part, la BCE fait face à une farouche opposition de principe de l'Allemagne, qui se traduit par la démission de ses deux représentants au Conseil des gouverneurs. Cette opposition perdure, et constitue un autre obstacle majeur à toute démarche de pérennisation de la zone euro.

À l'été 2012, la BCE annonce le lancement d'un nouveau programme de rachats de dette souveraine (*Outright Monetary Transactions* – OMT), dans lequel ses interventions sur les marchés secondaires sont subordonnées à l'adoption, par les États concernés, de plans d'ajustement macroéconomiques. Cette annonce a permis, à ce jour, de limiter de manière spectaculaire les tensions sur les *spreads* de taux dans la zone euro, alors que, paradoxalement, l'OMT n'a pas été mis en œuvre. Toutefois, l'hostilité allemande à

⁷ À ce sujet, voir notamment O. Clerc et P. Kauffmann, « Vers la désunion monétaire européenne », *Revue de l'Union européenne*, n° 563, décembre 2012.

l'égard de l'acquisition de titres publics par la BCE demeure vivace et se traduit même par des actions en justice, une situation que l'on n'observe dans aucun autre pays membre⁸.

Sur le plan de la gouvernance macroéconomique, la crise de l'endettement souverain a donné lieu à des avancées réelles, mais celles-ci sont à la fois insuffisantes et déséquilibrées⁹. Ainsi en est-il de la refonte du dispositif de surveillance. S'agissant du *Six-Pack* de 2011, il convient de saluer l'introduction d'une nouvelle procédure en cas de déséquilibre macroéconomique excessif. Sont à ce titre surveillés par la Commission des indicateurs tels que l'endettement privé dans chaque État membre, les prix de l'immobilier ou encore le solde de la balance courante. Cette batterie d'indicateurs s'inspire directement des scénarios espagnol ou irlandais des années 2000, qui ont engendré des bulles sur certains marchés d'actifs et les crises bancaires que l'on sait. Toutefois, ce même *Six-Pack* a durci les règles du PSC sans en corriger les absurdités. Alors même qu'il ne repose sur aucun fondement macroéconomique solide, le plafond du déficit public (fixé à 3 % du PIB) s'applique toujours, assorti d'une procédure de sanction renforcée. Il convient d'y voir le résultat de la lecture « austéritaire » de la crise, selon laquelle chaque État membre est une source potentielle de crise financière.

Ce « nouveau PSC » faisant partie intégrante des engagements des membres de la zone euro, il doit cependant être considéré, à courte échéance, comme une donnée du problème macroéconomique européen¹⁰. Vouloir s'en affranchir présenterait l'inconvénient de nuire à la crédibilité des acteurs, laissant supposer que certains ajustements budgétaires structurels seront sans cesse retardés. Il nous semble à cet égard que la stratégie la plus fructueuse consiste à respecter, voire à renforcer les engagements d'ordre structurel, tandis qu'un assouplissement dans la mise en œuvre du pacte par la Commission ne devrait intervenir que dans un second temps.

En soutien de notre analyse, rappelons que le PSC s'est vu adjoindre, en 2012, un nouveau pacte budgétaire (*Fiscal Compact*), le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG). Peu contraignant sur les questions de coordination et de gouvernance, le texte instaure en revanche de nouvelles contraintes très strictes en matière de politique budgétaire. Le déficit structurel des pays signataires en particulier se voit plafonné à 0,5 % du PIB – soit un taux très faible qui revient presque à interdire toute politique

⁸ La Bundesbank a porté cette question devant la Cour constitutionnelle allemande, qui a elle-même interrogé la Cour de justice de l'UE (CJUE), dont on attend désormais les conclusions.

⁹ Sur ce point, voir notamment O. Clerc et P. Kauffmann, « Vers une nouvelle gouvernance macroéconomique monétaire européenne », *Revue de l'Union européenne*, n° 552, octobre-novembre 2011.

¹⁰ Lorsque la crise pourra être considérée comme circonscrite, il sera éminemment souhaitable de revenir sur le contenu du PSC, notamment compte tenu du TSCG.

de relance discrétionnaire. Outre qu'il suppose que les États signataires s'attellent sérieusement à leurs problèmes structurels (avérés), le TSCG induit donc également, en creux, une liberté de manœuvre budgétaire au niveau de l'Union (ou de la zone euro). Les États étant pour ainsi dire dans l'impossibilité de lancer une initiative macroéconomique discrétionnaire, il revient donc au niveau communautaire de s'en charger – comme l'a fait la commission Juncker avec son plan d'investissements actuellement en phase de lancement, qui semble faire consensus sur le principe compte tenu de la nécessité patente de soutenir la croissance à court terme.

La BCE face au risque de déflation

Conjuguée aux faibles niveaux de croissance et d'emploi, l'évolution des prix dans la zone euro depuis 18 mois engendre un risque de déflation de plus en plus élevé¹¹. Les expériences malheureuses des années 1930 et plus récemment la « décennie perdue » qu'a connue le Japon sont de parfaites illustrations des dangers associés à ce phénomène. Or la déflation est plus difficile encore à combattre lorsqu'elle est installée. C'est la raison pour laquelle la BCE s'en préoccupe activement depuis plus d'un an, comme en témoignent les récents aménagements de son dispositif « non conventionnel » de politique monétaire.

Rappel des initiatives de la BCE

Tout d'abord, la BCE a porté dès 2013 les taux d'intérêt du corridor, qui sont ses instruments traditionnels, à des niveaux extrêmes (0,05 % pour le refinancement) – une mesure qui aurait sans doute été jugée inimaginable à Paris comme à Berlin il y a seulement quelques années. Pour s'affranchir partiellement de la limite des « taux zéro », elle est même allée jusqu'à adopter un taux négatif pour la facilité marginale de dépôt, mesure exceptionnelle s'il en est. Cette disposition vise à inciter les banques à ne pas conserver leurs liquidités en compte à la BCE, et à augmenter un crédit bancaire toujours atone. Les nouvelles modalités des opérations de refinancement à long terme (*Targeted Long Term Refinancing Operations* – TILTO) vont dans le même sens : ainsi, pour obtenir de la monnaie centrale à des conditions très avantageuses en termes de durée et de coût, les établissements bénéficiaires doivent respecter certaines contraintes en matière d'octroi de crédit aux agents non financiers.

En outre, la très inquiétante dynamique du crédit bancaire a dernièrement conduit la BCE à mettre en place, dans la zone euro, une forme d'assouplissement monétaire (*Quantitative Easing* – QE).

¹¹ Notons que le risque de déflation n'est pas perçu de la même façon selon les pays ; l'Allemagne, notamment, l'estime moins imminent. Il est vrai que si la menace déflationniste est avérée dans la plupart des pays d'Europe du Sud et devient sérieuse en France (où les prix à la consommation sont désormais en baisse), elle est moindre en Allemagne ainsi que dans quelques pays d'Europe du Nord. Pourtant, même dans ces pays, l'inflation est jugée trop faible, notamment au regard de l'objectif de moyen terme de la BCE, fixé à 2 %.

Celui-ci, qui pourrait atteindre un montant de l'ordre de 1 000 milliards d'euros, consistera en l'achat régulier de deux catégories principales d'actifs : des crédits titrisés sous forme d'ABS d'une part, et des obligations bancaires sécurisées (*covered bonds*) d'autre part. Ce QE à l'européenne appelle plusieurs commentaires. Tout d'abord, il n'est pas prévu, à ce stade, que la BCE imite la plupart de ses consœurs – à commencer par la Banque d'Angleterre ou la Réserve fédérale américaine – et acquière des titres souverains en raison de l'hostilité notoire de l'Allemagne envers ce type d'acquisition. Ensuite, l'objectif poursuivi par la BCE n'est pas seulement « quantitatif ». Certes, l'augmentation de la taille de son bilan, autrement dit de l'offre de monnaie centrale, est en soi potentiellement expansionniste et « inflationniste », donc appropriée en période de déflation. Mais l'achat de crédits titrisés et d'obligations bancaires est également de nature à encourager une reprise du crédit en permettant aux banques d'alléger leurs bilans de certaines créances existantes. Enfin, même si son Conseil semble avoir entériné les achats d'ABS et d'obligations sécurisées à l'unanimité, la BCE se heurte à la sourde anxiété de l'Allemagne face au risque de pertes en capital que le portage de créances plus risquées qu'à l'accoutumée lui fait courir. On retrouve ici une des pierres d'achoppement de tout programme d'achat d'actifs par la BCE, que ce soit au titre d'une forme de QE, du SMP ou des OMT.

Divergences de vues entre l'Allemagne et la BCE

L'argumentation de la Bundesbank consiste, dans chaque cas d'espèce, à pointer les coûts que ce type de politique pourrait induire pour le contribuable allemand, si les États membres devaient compenser les pertes éventuellement enregistrées au bilan de la BCE. Une autre crainte, plus largement partagée, est que, en Europe comme ailleurs, les politiques monétaires non conventionnelles engendrent des bulles sur certains marchés d'actifs.

Si l'on peut comprendre l'extrême réticence de l'Allemagne à s'engager – même hypothétiquement – dans des opérations s'apparentant *in fine* à des transferts budgétaires entre États, on ne saurait l'approuver sur la question de la solvabilité de la BCE. Le principe même d'une recapitalisation de la BCE suppose que celle-ci soit assimilée à une banque commerciale, susceptible de faillite dans le cas d'une dépréciation trop importante de son portefeuille d'actifs. Or la BCE n'est pas une banque commerciale ; elle n'est pas soumise aux sanctions du marché auxquelles les acteurs privés sont exposés. Plus particulièrement, il n'existe, au passif d'une banque centrale, aucune exigibilité qui ne doive être honorée autrement qu'en monnaie centrale. Or l'offre de monnaie centrale est, par nature, entièrement sous le contrôle de la banque centrale. La « solvabilité » de la BCE se réduit donc à une question de création de monnaie

centrale, qui doit logiquement être jugée au regard des objectifs finals de l'Institution – donc en termes de stabilité des prix – et non en termes de transferts budgétaires entre États actionnaires¹².

Au demeurant, on est en droit d'attendre des États membres de la zone euro non seulement qu'ils ne créent pas de contraintes indues pesant sur la politique monétaire de la BCE, mais au contraire qu'ils participent à son action préventive face au risque de déflation tant celui-ci est aujourd'hui incontestable – au point qu'il inquiète le FMI et nos principaux partenaires. Telle a été la teneur du message que les dirigeants de la BCE ont délivré à l'été 2014, invitant les gouvernements à reconsidérer leurs politiques budgétaires, sur le plan conjoncturel comme sur le plan structurel, pour tenir compte d'un contexte macroéconomique atypique. L'un des défis auxquels les États devront faire face consistera à soutenir la croissance – à tout le moins à ne pas la contrarier – tout en poursuivant, pour nombre d'entre eux, leur indispensable effort d'ajustement budgétaire structurel.

¹² P. de Grauwe et I. Ji, « Les conséquences fiscales du programme d'achat d'obligations de la BCE », *Revue d'économie financière*, n° 113, mars 2014.

Une stratégie de croissance soutenable

Quoi que l'on puisse penser des initiatives de la BCE, force est de constater que celle-ci est allée au bout de son mandat et de ses possibilités. Ses instruments risquent d'être inopérants à cause des manquements des gouvernements de la zone euro, qui n'ont pas su (ou pas voulu) agir, ni sur le plan structurel, ni en faveur d'une relance de l'activité. Que faire face à une crise qui est à la fois conjoncturelle et structurelle ? Comment lutter contre le surendettement des États tout en relançant la croissance européenne ? Il est vrai que ces questions ont longtemps divisé les États européens, notamment la France et l'Allemagne.

Toutefois, si les partisans de chaque bord se sont d'abord affrontés de manière schématique, bloquant bon nombre de décisions, le débat semble avoir évolué tant en France qu'en Allemagne. Les positions étant moins figées, la perspective d'un rapprochement franco-allemand paraît possible, condition *sine qua non* pour une action européenne à la hauteur des défis à relever. Cela concerne d'abord les politiques nationales. En Allemagne, la prise de conscience des nouveaux défis économiques à relever (démographie, énergie, compétitivité) et du mauvais état des infrastructures dû à un sous-investissement prolongé, a entraîné une remise en cause de la validité d'une politique fiscale axée sur le seul équilibre budgétaire (« *Schwarze Null* »). La France, quant à elle, a fini par admettre, face à son surendettement public structurel et à la chute de sa compétitivité, que la consolidation budgétaire ne s'impose pas seulement en raison des règles européennes, mais aussi de par la nécessité d'assurer la pérennité du modèle économique et social, tandis que la reconquête de la compétitivité passe par des réformes structurelles.

Cela vaut également pour les politiques européennes. De part et d'autre, la nécessité d'une stratégie plus active au niveau communautaire afin de relancer la dynamique économique semble désormais admise. Il apparaît que consolidation budgétaire, réformes structurelles et mesures de relance constituent une sorte de nouveau « triangle magique » de la politique économique européenne. Une stratégie de sortie de crise doit donc nécessairement comporter plusieurs composantes qui, loin de s'exclure mutuellement, peuvent être complémentaires. Sur la base de ce premier élément de consensus, il sera possible de débattre en détail du bon *policy mix* – articulation optimale entre politiques monétaire, budgétaire, financière

et structurelle – et du calendrier de mise en œuvre le plus approprié.

Les faiblesses structurelles de l'économie européenne

Comme nous l'avons déjà souligné, l'économie européenne se trouve dans une situation d'urgence, face à une conjoncture maussade et à la menace d'un processus déflationniste. Pourtant, la réponse ne saurait se limiter à un plan de relance par la demande qui risquerait de n'être qu'un feu de paille. Il faut également agir sur les faiblesses installées depuis de longues années, qui sont la cause du déclin relatif de l'économie européenne, notamment par rapport aux États-Unis.

Ce constat n'a d'ailleurs rien de nouveau. Le rattrapage économique que l'Europe avait réalisé pendant les Trente Glorieuses face à l'économie américaine, en termes de revenu par tête, s'est estompé dès les années 1980 pour faire place à un décrochage à partir des années 1990. Ainsi, dans la période 1985-2003, la croissance annuelle moyenne des États-Unis a été supérieure de près d'un point à celle de l'UE (3,2 % contre 2,3 %) ¹³. D'après un récent rapport de la Commission européenne, cette tendance risque de se poursuivre si la politique économique de l'UE ne change pas. Selon ce rapport, non seulement la croissance américaine a été moins affectée par la crise financière, mais il est fort probable que les États-Unis sortiront de la crise en position de force par rapport à la zone euro ¹⁴.

Les causes de ce décrochage européen sont essentiellement structurelles. Elles renvoient au retard de l'UE en matière de recherche-développement (R&D) et d'innovation, à la faiblesse et à la mauvaise orientation des investissements ¹⁵, mais aussi aux faiblesses de fonctionnement des marchés des biens, des services et du travail, à un environnement réglementaire et fiscal peu propice au développement des entreprises, au fonctionnement des administrations publiques, etc. S'agissant de la R&D, l'UE y consacre 2,06 % de son PIB, ce qui la place loin derrière les États-Unis (2,79 %), et plus loin encore de l'objectif affiché de 3 %.

Pour surmonter ces handicaps, l'UE avait certes réagi, notamment en lançant, en 2000, la stratégie de Lisbonne, qui visait à préparer la transition vers une économie de la connaissance et à moderniser le modèle social européen. Mais cette stratégie, qui

¹³ Voir Commission européenne, *An Agenda for a Growing Europe: Making the European Economic System Deliver* [Rapport Sapir], Bruxelles, 2003.

¹⁴ Commission européenne, « The Growth Impact of Structural Reforms », *Quarterly Report on the Euro Area*, vol. 12, n° 4, 2013, p. 14.

¹⁵ Voir F. Dell et al., *Y a-t-il un retard d'investissement en France et en Europe depuis 2007 ?*, « Note d'analyse France Stratégie », septembre 2014.

reposait essentiellement sur la bonne volonté des gouvernements nationaux, a été un échec. La stratégie Europe 2020, lancée en 2010, poursuit les mêmes objectifs mais risque elle aussi de pâtir du manque d'engagement commun des gouvernements. Pourtant, le diagnostic qui sous-tend ces stratégies demeure pertinent et fait largement consensus.

Il est par conséquent essentiel de prendre des mesures d'ordre structurel. La stratégie de croissance durable que nous développons ci-après s'articule autour de trois volets interdépendants : une relance par les investissements (sur le plan macroéconomique) ; une consolidation budgétaire crédible et programmée (au niveau des finances publiques) ; enfin, des réformes structurelles, différenciées selon les pays, afin de redresser la compétitivité et le potentiel de croissance tant au niveau national qu'au niveau européen.

Politique macroéconomique : une relance par les investissements

Les États européens s'accordent également sur le fait qu'une politique de relance keynésienne concertée, financée par l'emprunt comme en 2008 au moment de la crise économique mondiale, est à exclure, et ce pour plusieurs raisons. Tout d'abord, les marges de manœuvre budgétaires sont trop étroites compte tenu du surendettement de la plupart des pays et des contraintes légales européennes. Creuser les déficits publics pour générer une relance qui risque d'être de courte durée n'a guère de sens, et ce d'autant moins que l'offre compétitive fera sans doute défaut, réduisant à néant toute chance de tirer profit d'une hausse de la demande. Pour les mêmes raisons, demander à l'Allemagne, qui aurait les marges budgétaires requises, de relancer sa demande intérieure pour assumer le rôle de « locomotive » de l'économie européenne ne nous semble pas pertinent. Certes, l'Allemagne aurait intérêt à rééquilibrer les composantes externe et interne de son modèle de croissance, mais cet ajustement ne pourra s'effectuer qu'à moyen terme. À court terme, « le besoin de stimulation de la demande intérieure [allemande] est faible », et « les économies des autres pays de la zone euro ne profiteraient d'une relance en Allemagne que dans la mesure où ils peuvent exporter davantage vers l'Allemagne ; c'est semble-t-il le cas de l'Espagne mais pas de la France ou de l'Italie¹⁶ ». Pour relancer la croissance, il faut d'abord intensifier les investissements pour augmenter à la fois la compétitivité, le potentiel de croissance et la demande à court terme dans les pays européens, et aussi mettre en œuvre des réformes structurelles.

¹⁶ P. Artus, « Que faudrait-il en réalité attendre de l'Allemagne ? », Natixis, *Flash Problèmes structurels*, n° 908, 17 novembre 2014, p. 1.

Par ailleurs, nous sommes d'avis qu'il serait préjudiciable de s'enfermer dans une alternative simpliste entre politique de l'offre et politique de la demande. Les investissements portent à la fois sur l'offre – en contribuant à augmenter la compétitivité – et sur la demande effective. La relance des investissements semble donc être une voie prometteuse pour soutenir la demande à court terme tout en préparant l'avenir. Tel est le sens de l'initiative du nouveau président de la Commission européenne, Jean-Claude Juncker, qui vient de lancer un plan d'investissements publics et privés de 315 milliards d'euros sur trois ans¹⁷. Son financement, qui reste à préciser, n'impliquerait aucun endettement public supplémentaire. Plusieurs moyens sont envisagés : une meilleure utilisation du budget européen, notamment à travers le redéploiement de certains fonds, une intervention accrue de la Banque européenne d'investissement (BEI), qui avait vu ses fonds propres augmenter de 10 milliards d'euros en 2010, ainsi que différentes incitations en faveur de l'investissement privé, notamment par le biais de garanties publiques.

S'il semble important de mobiliser autant que possible les marges de manœuvre budgétaires disponibles pour augmenter les investissements, il sera également nécessaire de « dépenser mieux » en redéployant la dépense publique vers les investissements susceptibles de moderniser l'économie et de contribuer à préparer l'avenir : éducation, R&D, infrastructures, tournant énergétique. Il faudra de même faire davantage appel aux investissements privés, par le biais des programmes des banques de développement (Banque publique d'investissement ; Kreditanstalt für Wiederaufbau ; BEI), des incitations fiscales (amortissement dégressif ou, de manière plus ciblée, incitations fiscales pour les travaux d'isolation des bâtiments), ou encore de l'action réglementaire, avec par exemple l'adoption de normes environnementales¹⁸.

Finances publiques : programmer la consolidation budgétaire

Il est désormais admis que la réduction de l'endettement public excessif n'est pas forcément l'ennemi de la croissance. Du fait du poids du service de la dette, de nombreux pays surendettés de la zone euro disposent de marges de manœuvre budgétaires extrêmement réduites. En France, le service de la dette s'élèvera à 44,34 milliards d'euros en 2015, et constitue le deuxième poste du budget de l'État, juste derrière l'enseignement scolaire. De surcroît, si, comme c'est le cas en France, l'endettement public est pour une

¹⁷ Cette somme est un objectif du plan Juncker, non un paramètre. De ce fait, un débat est déjà en cours pour déterminer si l'effort d'investissement envisagé est suffisant (moins de 1 % du PIB européen par an).

¹⁸ Voir J. Pisani-Ferry, « Quelles politiques structurelles pour l'Europe ? », *Problèmes économiques*, numéro spécial, octobre 2014, p. 12.

bonne part de nature structurelle et non conjoncturelle, cela signifie que le modèle économique et social (les dépenses de l'État, des collectivités locales et de la Sécurité sociale) n'est pas financé de manière durable. Or, s'il est « difficile de fixer un objectif raisonnable pour les déficits publics, [...] une idée paraît solide : on ne devrait pas financer par la dette publique les dépenses courantes de l'État, en particulier les dépenses de protection sociale. C'est pourtant ce qui est fait en France¹⁹ ». Enfin, comme nous l'avons déjà souligné, il est impératif que les règles (PSC, TSCG) signées par tous les États de la zone euro soient respectées pour assurer la crédibilité des engagements communs et la confiance mutuelle entre les partenaires européens.

Enfin, la question non négligeable des modalités d'application du pacte de stabilité reste à régler. Tout le monde s'accordera sur le fait que l'enjeu essentiel n'est pas tant le respect d'objectifs nominaux (notamment les fameux 3 % de déficit public) mais plutôt la soutenabilité des modèles de croissance. Ce constat devrait permettre une certaine souplesse dans l'application des règles budgétaires européennes, afin d'éviter les effets procycliques des politiques budgétaires restrictives. En effet, il est préférable de réduire l'endettement quand la croissance est supérieure à son potentiel et d'échelonner la consolidation budgétaire dans le temps. C'est ce qu'a fait l'Allemagne en instaurant sa règle d'or budgétaire en 2009 et en programmant la réduction de ses déficits sur une période de sept à dix ans. Cela permet d'éviter de devoir réduire la dette en période de faible croissance et donc d'écarter le risque que le pays s'enfonce dans la récession. Toutefois, toute demande de souplesse dans l'application du PSC doit impérativement s'accompagner d'efforts crédibles pour réduire la dette. Il serait en effet très malvenu de la part d'un pays membre de dénoncer le « mauvais moment » cyclique sans s'engager fermement à réduire le solde structurel.

Les réformes au cœur d'une stratégie de croissance

Les réformes dites structurelles constituent l'élément central d'une stratégie européenne de croissance. Elles sont indispensables pour compléter les autres politiques esquissées ici et contribuer à leur efficacité. Premièrement, des réformes assurant un meilleur fonctionnement de l'État, de ses administrations ou des politiques publiques pourront dégager des ressources supplémentaires et redéployer la dépense publique vers les investissements. Ce faisant,

¹⁹ P. Artus, *Réformes structurelles en France : que souhaiterait-on avoir précisément ?*, Natixis, « Flash Problèmes structurels », n° 859, 27 octobre 2014, p. 4.

elles contribueront à diminuer la pression supportée par la politique macroéconomique. Comme l'indique un rapport de 2013 de l'OCDE²⁰, la mise en œuvre de meilleures politiques structurelles aidera à atteindre la soutenabilité budgétaire et à étendre la marge de manœuvre de la politique monétaire. Ensuite, des réformes de la fiscalité et du financement de la protection sociale contribueront, en allégeant les coûts pesant sur le facteur travail, à améliorer la compétitivité-coût des entreprises, qui pourront augmenter de manière durable leur potentiel de croissance, donc de création de richesses. Enfin et surtout, certaines réformes sont indispensables pour augmenter la compétitivité qualitative (hors coût), et consistent essentiellement à améliorer le fonctionnement des marchés des biens et des services mais aussi à créer un environnement réglementaire propice au développement des entreprises et de l'innovation, à investir massivement dans le savoir et à repenser le système d'éducation et de formation professionnelle.

Par ailleurs, ces réformes sont en parfaite adéquation avec la stratégie Europe 2020 adoptée par le Conseil de l'UE en juin 2010, laquelle pose l'objectif d'une économie « intelligente, durable et inclusive » et d'une meilleure coordination des politiques nationales²¹. Sur la base de ces trois priorités, censées se renforcer mutuellement, l'UE s'est fixé pour 2020 cinq objectifs ambitieux en matière d'emploi, d'innovation, d'éducation, d'inclusion sociale et d'énergie (à laquelle est adossée la lutte contre le changement climatique). Chaque État membre a défini ses propres objectifs dans chacun de ces domaines sous la forme de programmes nationaux de réforme.

Les éléments clés et les priorités qui devraient guider les politiques nationales sont également connus. L'OCDE comme l'UE publient des recommandations spécifiques à l'intention de chacun des pays membres²². À l'échelle nationale, de multiples rapports complètent ces recommandations internationales, notamment en France, qu'il s'agisse du rapport Gallois ou des rapports du Conseil d'analyse économique²³. Ce ne sont donc pas les analyses qui font défaut, mais plutôt la mise en œuvre effective des réformes. En premier lieu en France où, face à la dégradation simultanée de la

²⁰ OCDE, *Economic Policy Reforms 2013: Going for Growth*, Paris, OCDE, 2013, p. 4.

²¹ Pour en savoir plus sur la stratégie Europe 2020, voir le lien suivant : ec.europa.eu/europe2020/index_fr.htm.

²² Pour l'UE, voir le lien cité ci-dessus ; pour l'OCDE, voir *France. Redresser la compétitivité*, juillet 2014, et *Deutschland: Keeping the Edge: Competitiveness for Inclusive Growth*, février 2014, disponibles sur le site de l'OCDE (série « Politiques meilleures ») : www.oecd.org/about/publishing/betterpoliciesseries.htm.

²³ Voir L. Gallois, *Pacte pour la compétitivité de l'industrie française*, Rapport au Premier ministre, Paris, novembre 2012 ; France Stratégie, *Quelle France dans dix ans ? Les chantiers de la décennie*, Paris, France Stratégie, 2014 ; Conseil d'analyse économique (CAE), « Redresser la croissance potentielle de la France », *Note du CAE*, n° 16, septembre 2014. Pour l'Allemagne, voir M. Fratzscher, *Die Deutschland-Illusion. Warum wir uns überschätzen und Europa brauchen*, Munich, Hanser, 2014.

dynamique économique, de la compétitivité et des finances publiques, il est plus que temps d'agir. Les réformes prioritaires concernent l'efficacité de l'État et de l'administration nationale et territoriale, et consistent à poursuivre la modernisation de l'action publique, repenser la décentralisation et réduire la pesanteur réglementaire. Si certaines de ces mesures ont été engagées ou programmées par le gouvernement, on pourra s'interroger, *a contrario*, sur l'intérêt d'étendre l'austérité à la recherche publique et à l'enseignement supérieur, ou encore à la défense nationale.

Si, en Allemagne, la nécessité de mettre en œuvre des réformes structurelles est apparue plus tard du fait de la bonne performance de l'économie allemande, on aurait tort de croire que les besoins de changement y sont moins pressants. De nombreux acteurs allemands ont cru qu'après les réformes menées par le gouvernement Schröder entre 2003 et 2005, l'essentiel de l'effort était derrière eux. Or, les recommandations de l'OCDE et de la Commission européenne montrent bien que les défis auxquels l'Allemagne est confrontée – remise à niveau des infrastructures, nouvelle politique énergétique résultant de la sortie du nucléaire, et déclin démographique – exigent d'elle de nouveaux efforts d'adaptation et de réforme. La mise en place de dispositifs visant à augmenter l'offre de travail (participation des femmes à la vie professionnelle, passage du temps partiel au temps plein, accueil d'immigrés, etc.), le lancement d'un vaste programme d'investissements publics (infrastructures de transports et d'accueil pour les enfants), l'adoption de mesures fiscales et réglementaires destinées à faire avancer la transition énergétique tout en maîtrisant le coût, et enfin l'amélioration de la productivité du secteur des services, notamment par une libéralisation accrue, devraient figurer sur la liste des priorités allemandes.

Toutes ces réformes concernent en premier lieu les politiques nationales des différents États membres, et les actions à mener varient selon les problèmes et défis spécifiques de chaque pays. Cela étant, un engagement mutuel ferme en faveur de la mise en œuvre de réformes structurelles – qui, répétons-le, sont en adéquation avec la stratégie Europe 2020 signée par tous les États membres – serait utile pour donner toute sa vigueur à la stratégie de croissance commune proposée dans la présente note. Par ailleurs, différentes simulations ont mis en lumière les bénéfices potentiels de politiques de réformes coordonnées²⁴. Enfin, comme le souligne Jean Pisani-Ferry, « il est aussi faux d'affirmer que toutes les réformes structurelles commencent par coûter avant de rapporter que de prétendre qu'elles n'ont aucun effet négatif à court terme²⁵ ». Dans un contexte de croissance extrêmement faible, il faudra tenir compte du

²⁴ Voir Commission européenne, « The Growth Impact of Structural Reforms », *op. cit.*, p. 27.

²⁵ Voir J. Pisani-Ferry, *op. cit.*, p. 10.

risque immédiat de récession que pourraient entraîner les réformes structurelles, dont les effets positifs ne seront visibles qu'à moyen terme. À cet égard, toutes les réformes ne se valent pas. Il importera donc d'échelonner leur mise en œuvre dans le temps en fonction de leur impact sur l'activité et la croissance.

Conclusion

L'analyse proposée dans la présente note montre que pour sortir la zone euro de la crise, il convient non pas d'opposer mais au contraire de conjuguer la relance par la demande, le soutien à la croissance potentielle, la maîtrise de l'endettement public et certaines réformes structurelles. La France, l'Allemagne et la zone euro ont besoin de toutes ces thérapies *simultanément*. Les actions que celles-ci sous-tendent doivent former une stratégie d'ensemble et se conforter les unes les autres autant que possible. À cette fin, le *policy mix* de sortie de crise que nous proposons s'organise comme suit :

1. La zone euro doit recevoir, à très court terme, un soutien conjoncturel tangible pour éviter la déflation. Parmi les différentes composantes de la demande effective, l'investissement privé et l'investissement public doivent être les premiers bénéficiaires de l'effort de relance, et la politique non conventionnelle « anti-déflationniste » de la BCE, mieux épaulée au niveau budgétaire, doit être poursuivie ;
2. L'essentiel du financement de la relance ne peut reposer sur les États membres, dont les comptes publics sont trop dégradés. Il revient donc à l'UE de chercher les moyens financiers adéquats, via une réorientation et/ou une meilleure utilisation des ressources communautaires. Citons à titre d'exemple l'action de la BEI, sur laquelle s'appuie largement le plan Juncker. L'aptitude à mobiliser des fonds privés sera également un enjeu majeur pour le redémarrage de l'activité ;
3. Grâce à une action rapide en faveur de l'investissement, des effets structurels positifs peuvent être attendus à moyen terme, ce dont la zone euro a indiscutablement besoin. C'est en choisissant avec soin les projets à soutenir que l'on favorisera les évolutions structurelles souhaitables – par exemple dans les domaines de l'énergie, du numérique, des infrastructures de transport, etc. ;
4. Parallèlement, les États les plus endettés doivent réaffirmer leur volonté de réduire leur ratio de dette et de procéder aux réformes structurelles idoines – lesquelles varient d'un pays à l'autre. Pour être crédible, la relance de l'activité par l'investissement suppose que les investisseurs/entrepreneurs puissent se projeter dans le futur en ayant raisonnablement confiance dans leur environnement macroéconomique à venir. Or la pérennité de ce dernier repose sur des finances publiques et un système de

protection sociale soutenables ;

5. Pour éviter que certaines mesures structurelles pèsent sur la (faible) croissance à court terme, une « chrono-économie » des réformes devrait être proposée dès à présent par chaque État membre. Ainsi, les réformes sans incidence sur l'activité (voire favorables à celle-ci) seraient menées en priorité, à courte échéance, tandis que les réformes susceptibles de freiner l'activité seraient différées ;
6. Les États membres de la zone euro devront réfléchir aux moyens de garantir la crédibilité de leurs engagements quant aux réformes futures. Il pourrait par exemple être décidé d'engager certaines d'entre elles dès que le taux de croissance aura atteint le seuil préalablement annoncé.

Cette stratégie globale est ambitieuse. Elle exige des efforts considérables de la part des pays de la zone euro ainsi qu'au niveau communautaire, mais elle est à la portée des gouvernements, à condition qu'ils traduisent en actes la volonté affichée de stabiliser la zone euro, de conjurer le danger de la déflation et de sortir l'économie de sa langueur en la fortifiant. Face à l'état d'urgence dans lequel se trouve l'économie européenne et à la complexité des problèmes auxquels elle fait face, on ne saurait se contenter de demi-mesures. Dans ce contexte, une initiative franco-allemande serait la bienvenue pour créer une nouvelle dynamique et entraîner dans son sillage les autres partenaires. Le moment semble propice. Les acteurs de part et d'autre du Rhin ont dépassé leurs oppositions radicales au profit d'un dialogue plus constructif, marqué par la recherche de complémentarités et de pistes d'action communes, et par la volonté de redynamiser l'économie européenne. En témoignent l'initiative de recherche lancée conjointement par les ministères des Finances français et allemand en vue de renforcer les recherches communes, ou encore le rapport des économistes Henrik Enderlein et Jean Pisani-Ferry remis aux ministres de l'Économie des deux pays²⁶. Ce climat pourrait favoriser de nouvelles convergences franco-allemandes, vitales pour sortir la zone euro de la crise.

²⁶ Voir H. Enderlein et J. Pisani-Ferry, *Réformes, investissement et croissance. Un agenda pour la France, l'Allemagne et l'Europe*, Rapport remis à Sigmar Gabriel, ministre fédéral de l'Économie et de l'Énergie, et Emmanuel Macron, ministre de l'Économie, de l'Industrie et du Numérique, 27 novembre 2014. Pour l'initiative de recherche, voir le lien suivant :

<www.bundesfinanzministerium.de/Content/FR/Standardartikel/Themen/Cooperation_franco_allemande/Articles/2014-04-28-initiative-de-recherche-franco-allemande.html>. Le rapport allemand est déjà disponible (voir F. Baasner et H. Uterwedde, *Forschungszusammenarbeit zwischen Deutschland und Frankreich in den Wirtschaftswissenschaften. Bestandsaufnahme, Erfolgsbedingungen und Gestaltungsansätze für Kooperationsprojekte*, Ludwigsburg, Deutsch-Französisches Institut (dfi compact), 2014) ; la version française le sera prochainement sur le site du dfi : <www.dfi.de>.

Visions franco-allemandes

Publiée depuis 2003 à un rythme mensuel, cette collection est consacrée à l'analyse de l'évolution politique, économique et sociale de l'Allemagne contemporaine : politique étrangère, politique intérieure, politique économique et questions de société. Les « Visions franco-allemandes » sont des textes concis, à caractère scientifique et de nature *policy oriented*. À l'instar des « Notes du Cerfa », les « Visions franco-allemandes » sont accessibles sur le site Internet du Cerfa, où elles peuvent être consultées et téléchargées gratuitement.

Dernières publications du Cerfa

Tobias Koepf, « L'Allemagne à la recherche d'une stratégie de politique africaine », *Note du Cerfa*, n° 119, janvier 2015.

Michel Drain, « L'engagement de la Bundeswehr en Afghanistan : quels enseignements pour la politique de défense allemande ? », *Note du Cerfa*, n° 118, décembre 2014.

Hans Brodersen, « Vers le grand large ? Le commerce extérieur allemand entre l'UE et les BRICS », *Note du Cerfa*, n° 117, novembre 2014.

Pierre Zapp, « Un nouvel « Agenda » pour l'Allemagne ? Comprendre les défis économiques et sociaux », *Note du Cerfa*, n° 116, septembre 2014.

Michel Drain, « La dimension parlementaire de la politique de défense allemande », *Note du Cerfa*, n° 115, août 2014.

Le Cerfa

Le Comité d'études des relations franco-allemandes (Cerfa) a été créé en 1954 par un accord gouvernemental entre la République fédérale d'Allemagne et la France. Le Cerfa bénéficie d'un financement paritaire assuré par le ministère des Affaires étrangères et européennes et l'Auswärtiges Amt ; son conseil de direction est constitué d'un nombre égal de personnalités françaises et allemandes.

Le Cerfa a pour mission d'analyser les principes, les conditions et l'état des relations franco-allemandes sur le plan politique, économique et international ; de mettre en lumière les questions et les problèmes concrets que posent ces relations à l'échelle gouvernementale ; de trouver et de présenter des propositions et des suggestions pratiques pour approfondir et harmoniser les relations entre les deux pays. Cette mission se traduit par l'organisation régulière de rencontres et de séminaires réunissant hauts fonctionnaires, experts et journalistes, ainsi que par des travaux de recherche menés dans des domaines d'intérêt commun.

Hans Stark assure le secrétariat général du Cerfa depuis 1991 et il est responsable de la publication des « Notes du Cerfa » et des « Visions franco-allemandes ». Nele Wissmann est chargée de mission dans le cadre du projet « Dialogue d'avenir ». Lea Metke est chargée de projets au sein du Cerfa.