Revue de l'OFCE

AMÉLIORER LA CONSTRUCTION EUROPÉENNE

SciencesPo

ofce

OFCE

L'Observatoire français des conjonctures économiques est un organisme indépendant de prévision, de recherche et d'évaluation des politiques publiques. Créé par une convention passée entre l'État et la Fondation nationale des sciences politiques approuvée par le décret n° 81.175 du 11 février 1981, l'OFCE regroupe plus de 40 chercheurs (es) français et étrangers. « Mettre au service du débat public en économie les fruits de la rigueur scientifique et de l'indépendance universitaire », telle est la mission que l'OFCE remplit en conduisant des travaux théoriques et empiriques, en participant aux réseaux scientifiques internationaux, en assurant une présence régulière dans les médias et en coopérant étroitement avec les pouvoirs publics français et européens. Philippe Weil a présidé l'OFCE de 2011 à 2013, à la suite de Jean-Paul Fitoussi, qui a succédé en 1989 au fondateur de l'OFCE, Jean-Marcel Jeanneney. Depuis 2014, Xavier Ragot préside l'OFCE. Il est assisté d'un conseil scientifique qui délibère sur l'orientation de ses travaux et l'utilisation des moyens.

Président
Xavier Ragot.

Direction
Jérôme Creel, Estelle Frisquet, Éric Heyer, Lionel Nesta, Xavier Timbeau.

Comité de rédaction
Guillaume Allègre, Luc Arrondel, Frédérique Bec, Christophe Blot, Carole Bonnet, Julia Cagé, Ève Caroli, Virginie Coudert, Anne-Laure Delatte, Brigitte Dormont, Bruno Ducoudré, Michel Forsé, Guillaume Gaulier, Sarah Guillou, Florence Legros, Éloi Laurent, Mauro Napoletano, Hélène Périvier, Mathieu Plane, Franck Portier, Corinne Prost, Romain Rancière et Raul Sampognaro.

Publication
Xavier Ragot, *directeur de la publication*
Sandrine Levasseur, *rédactrice en chef*
Laurence Duboys Fresney, *secrétaire de rédaction*
Najette Moummi, *responsable de la fabrication*

Contact
OFCE, 10 place de Catalogne 75014 Paris
Tel. : +33(0)1 44 18 54 24
mail : revue.ofce@sciencespo.fr
web : www.ofce.sciences-po.fr

Dépôt légal : décembre 2018 ISBN : 979-10-90994-09-6
N° ISSN 1265-9576 – ISSN en ligne 1777-5647 – © OFCE 2018

Sommaire

AMÉLIORER LA CONSTRUCTION EUROPÉENNE

Améliorer la construction européenne. Présentation générale 5
Xavier Ragot

PARTIE I. CONVERGENCES ET DIVERGENCES DANS L'UNION EUROPÉENNE

L'Europe numérique : entre singularités, faiblesses et promesses 13
Cyrielle Gaglio et Sarah Guillou

Le(s) marché(s) du travail européen 37
Éric Heyer et Pierre Madec

Convergence et divergence nominales dans les PECO 59
Sandrine Levasseur

La stratégie de l'Union européenne pour promouvoir l'égalité professionnelle est-elle efficace ? 77
Hélène Périvier et Gregory Verdugo

L'ampleur des désajustements en zone euro en 2017 103
Bruno Ducoudré, Xavier Timbeau et Sébastien Villemot

Convergence des structures productives et synchronisation des cycles industriels dans l'Union européenne 127
Mattia Guerini, Mauro Napoletano et Lionel Nesta

France-Allemagne : retour au travail 149
Édouard Challe et Xavier Ragot

L'avenir de l'euro 171
Paul De Grauwe et Yuemei Ji

PARTIE II. QUELLE POLITIQUE MONÉTAIRE EUROPÉENNE FACE À L'INSTABILITÉ FINANCIÈRE ?

Où en sommes-nous des bulles de prix d'actifs en zone euro ? 185
Christophe Blot, Paul Hubert et Rémi Odry

Normalisation de la politique monétaire de la Banque centrale européenne : vers quel(s) objectif(s) ? 207
Christophe Blot, Jérôme Creel et Paul Hubert

L'Union bancaire face au défi des prêts non performants 227
Céline Antonin, Sandrine Levasseur et Vincent Touzé

Vers un nouveau rôle des banques en zone euro 253
Marcello Messori

Comment achever l'union bancaire ? 267
Nicolas Véron

PARTIE III. QUELLE POLITIQUE BUDGÉTAIRE EN EUROPE ?

Les règles budgétaires : une analyse empirique sur données révisées et en temps réel 281
Pierre Aldama et Jérôme Creel

Refonte des règles budgétaires européennes 307
Bruno Ducoudré, Mathieu Plane, Xavier Ragot, Raul Sampognaro, Francesco Saraceno et Xavier Timbeau

PARTIE IV. FISCALITÉ DES ENTREPRISES EN EUROPE

Quel rôle peut jouer l'Europe dans l'imposition des multinationales ? . . . 333
Guillaume Allègre et Julien Pellefigue

L'impôt sur les sociétés peut-il survivre à la mondialisation et à l'intégration européenne ? 359
Henri Sterdyniak

PARTIE V. L'EUROPE DU BIEN-ÊTRE ET DU CLIMAT

Construire une politique énergétique et climatique européenne cohérente 385
Gissela Landa Rivera, Paul Malliet, Aurélien Saussay et Frédéric Reynès

Pour une Europe du bien-être 403
Éloi Laurent

PARTIE VI. DÉMOCRATIE ET INSTITUTIONS EN EUROPE

Une monnaie démocratiquement partagée entre des démocraties 421
Maxime Parodi

Le socle social en perspective historique 437
Maria Jepsen et Philippe Pochet

Populisme et gouvernabilité dans la perspective des élections européennes 463
Emiliano Grossman

Europe et démocratie 475
Enrico Letta

Contributeurs 483

Les propos des auteurs et les opinions qu'ils expriment n'engagent qu'eux-mêmes et non les institutions auxquelles ils appartiennent.

AMÉLIORER LA CONSTRUCTION EUROPÉENNE

Xavier Ragot
Sciences Po, OFCE

Après le vote en faveur du Brexit, ou encore face aux divergences économiques et politiques, le projet européen se porte mal. Répondre aux difficultés économiques de la construction européenne demande aujourd'hui de concilier deux temporalités. La première est le temps long de l'analyse afin de bien comprendre les causes des divergences européennes, entre les niveaux de vie ou le rapport à la démocratie par exemple. La seconde est le temps court de la politique et des actions à mener pour stabiliser et compléter l'union économique et monétaire.

Ce numéro de la *Revue de l'OFCE* se situe à l'intersection de ces deux temporalités ; les analyses et les propositions développées ont une spécificité qui en fait son intérêt : une focale large. En effet, les 23 articles couvrent les principales questions qui animent aujourd'hui le débat européen : la politique monétaire et l'instabilité financière, les choix budgétaires, l'équilibre démocratique, la stabilité du système bancaire ou encore la convergence des marchés du travail, par exemple.

Ce spectre large est nécessaire pour deux raisons.

La première est la nécessité d'ouvrir le débat politique sur les questions européennes. La forme parfois administrative et technocratique du débat européen détourne nombre de nos concitoyens du débat politique européen. Les enjeux européens sont trop souvent réduits à l'application de règles, de normes et de directives, ou de processus administratifs de coordination. Tous ces éléments sont nécessaires et existent au sein de chaque pays développé, mais ils sont traités après les grandes questions d'orientation politique. Il existe, et c'est heureux,

des débats politiques européens, sur les politiques budgétaires, monétaires, les orientations de l'Europe sociale et la mise en cohérence des marchés du travail. L'objet de ce numéro est de les montrer afin de politiser le débat européen, dans le bon sens du terme, et démontrer que le projet européen n'est pas une machine technocratique mais un processus continu de négociations. Cette politisation n'affaiblira pas le projet européen mais au contraire permettra de comprendre certains choix, qui sont des équilibres entre les positions contradictoires des gouvernements ou, plus généralement, des acteurs européens. Pour construire les consensus, il faut montrer les *dissensus*. Le but n'est pas de justifier toutes les décisions prises au niveau européen, mais de mettre en lumière le véritable espace du débat politique européen.

Les auteurs des différentes contributions avancent donc parfois des propositions qui font débat en Europe, comme les différentes formes de finalisation de l'union bancaire, les mesures susceptibles de faire converger les marchés du travail en Europe, la coordination des politiques budgétaires en Europe, la fiscalité des multinationales, de nouvelles formes de démocratie pour ne citer que quelques exemples.

La seconde raison pour choisir un spectre large est l'évident besoin de cohérence des évolutions de l'Europe. Comme on le verra dans les analyses développées dans cette revue, il reste des nombreux chantiers d'amélioration de la construction européenne. Il ne faut pas minimiser les tendances vers les divergences économiques dans la zone euro, celles-ci sont inquiétantes. Chaque sujet, de la mise en cohérence des marchés du travail à l'union bancaire en passant par l'Europe sociale, doit être étudié rigoureusement, ce que fait chacun des articles de ce numéro de la *Revue de l'OFCE*. Ensuite, ils doivent être posés simultanément pour hiérarchiser les priorités, car les objectifs peuvent être contradictoires. Pour donner des exemples, le parachèvement de l'union bancaire doit être acceptable pour tous les États européens, malgré les volumes différenciés de prêts non performants entre les pays. Une évolution des règles budgétaires européennes, les fameux critères de déficit public et de niveau de dettes publiques, doit être compatible à la fois avec un soutien à l'activité économique et une réduction des dettes publiques. Les évolutions des marchés du travail européens doivent être cohérentes avec les valeurs affichées de l'Europe sociale. Enfin et surtout, toutes ces évolutions économiques doivent être réalisées dans une perspective d'augmentation du bien-être des Européens, au-delà des objectifs quantitatifs de court terme.

Le besoin de cohérence devrait être la priorité de l'orientation des politiques européennes afin de construire une Europe plus « résiliente », capable de bien réagir aux chocs agitant l'économie mondiale, sans être profondément déstabilisée, comme après la crise financière qui s'est transformée en crise européenne. Il faut appliquer cette notion de résilience aux questions économiques, mais aussi aux questions sociales et environnementales. Construire une Europe résiliente est plus ambitieux qu'un objectif de soutenabilité en ces matières. Il faut que cette soutenabilité, économique, sociale et environnementale résiste aux instabilités mondiales.

Les contributions à ce numéro proviennent d'économistes et de spécialistes européens de différentes institutions et d'économistes de l'OFCE, qui tous trouvent ici l'espace pour présenter leurs analyses aux lecteurs français. Le but de cette introduction n'est pas de résumer chacune des contributions car tous les auteurs ont su présenter de manière synthétique et accessible leur argument. En particulier, chaque contribution comporte un résumé d'une page qui permet une première lecture rapide de la diversité des contributions. L'objectif est plutôt de dessiner la cohérence de ce numéro.

Ce numéro est composé de six parties, qui sont autant d'angles d'analyse de la question européenne. La première partie présente des éléments d'analyse des divergences et convergences réelles de l'Union européenne. Les tendances de l'économie numérique en Europe sont dessinées par **Cyrielle Caglio** et **Sarah Guillou**. **Éric Heyer** et **Pierre Madec** analysent les évolutions des marchés du travail en Europe. Ils montrent que la comparaison des taux de chômage est loin de résumer les diversités institutionnelles. Les divergences en Europe centrale sont étudiées par **Sandrine Levasseur**, qui montre de manière intéressante les différences de trajectoires entre les pays au taux de change flexible et les pays qui ont pu dévaluer leur monnaie. **Hélène Périvier** et **Grégory Verdugo** s'intéressent à l'égalité professionnelle entre hommes et femmes en Europe, et montrent le chemin qui reste à parcourir, notamment du fait des différences d'exposition au travail à temps partiel entre les hommes et les femmes. Les divergences nominales dans la zone euro sont étudiées par **Sébastien Villemot, Bruno Ducoudré** et **Xavier Timbeau**. Il s'agit de différences de niveaux des prix par rapport à des niveaux d'équilibre qui s'avèrent importantes : un long chemin est encore devant nous. La différence entre les cycles économiques dans l'Union européenne est étudiée par

Mattia Guerini, **Mauro Napolitano** et **Lionel Nesta**. **Edouard Challe** et moi-même revenons sur les causes et les remèdes de la divergence entre la France et l'Allemagne depuis l'introduction de la zone euro. Nous plaidons pour une meilleure coordination des politiques salariales entre les pays et reconnaissons le rôle positif d'une inflation faible mais supérieure au niveau actuel. Enfin, cette partie est conclue par la vision plus synthétique de **Paul De Grauwe** et **Yuemei Ji** qui résument les débats économiques et proposent des pistes d'évolution pour plus d'intégration économique en Europe, comme une capacité d'endettement commune ou encore un budget commun.

La seconde partie concerne l'aspect plus strictement monétaire et financier de l'union économique et monétaire. Le premier article de cette partie présente un indicateur original de bulle financière sur les marchés des actions et immobiliers dans les différents pays européens. Il est écrit par **Christophe Blot**, **Paul Hubert** et **Rémi Odry**. Le second article, écrit par **Jérôme Creel**, **Christophe Blot** et **Paul Hubert**, aborde la difficile question de la normalisation de la politique monétaire après la mise en place des mesures non conventionnelles de politique monétaire.

Ensuite, les trois articles suivants traitent de la question du parachèvement de l'union bancaire en Europe. **Céline Antonin**, **Sandrine Levasseur** et **Vincent Touzé** analysent la question des prêts non performants dans la zone euro. **Marcello Messori** aborde la question de l'évolution du rôle des banques dans la zone euro. Enfin, **Nicolas Véron** propose des évolutions concrètes pour achever l'union bancaire et couper le lien à double sens entre les fragilités des systèmes bancaires et les dettes publiques des différents États de la zone euro.

La troisième partie aborde la question de la coordination des politiques budgétaires dans la zone euro. Elle est composée de deux articles. Le premier, rédigé par **Pierre Aldama** et **Jérôme Creel**, analyse empiriquement les choix budgétaires des États européens pour estimer s'ils suivent effectivement des politiques conduisant à des dettes publiques soutenables. Le second, écrit par **Bruno Ducoudré**, **Mathieu Plane**, **Raul Sampognaro**, **Francesco Saraceno**, **Xavier Ragot** et **Xavier Timbeau**, analyse les projets actuels de refonte des règles européennes, en mettant en avant la difficulté d'appliquer des règles simples à des pays différents. Ils plaident pour renforcer le rôle d'institutions ayant une légitimité démocratique pour influencer les trajectoires budgétaires de pays dont la soutenabilité de la dette fait débat.

La quatrième partie traite la question de la fiscalité des entreprises en Europe. **Guillaume Allègre** et **Jullien Pellefigue** proposent des évolutions de la fiscalité des entreprises multinationales. **Henri Sterdyniak** dessine des pistes pour faire converger la fiscalité des sociétés en Europe.

La cinquième partie de cette revue élargit le débat à des aspects qu'il est urgent d'articuler avec l'analyse économique. La contribution de **Gissela Landa Rivera**, **Paul Malliet**, **Aurélien Saussay** et **Frédéric Reynès** montre la nécessité de mener une politique énergétique et climatique européenne cohérente. Il faut en particulier fournir davantage d'efforts pour la production de produits technologiques innovants liés à la transition énergétique, afin que l'Europe bénéficie sur le plan économique de l'inflexion de la politique énergétique. **Éloi Laurent** défend, dans le second article de cette partie, un engagement européen vers le bien-être et la soutenabilité avec des indicateurs et des pistes de mise en œuvre pratiques. Il s'agit d'articuler les actions locales, nationales et européennes pour le bien-être au-delà des simples indicateurs de croissance.

La sixième partie s'arrête enfin sur la question de la démocratie et des institutions en Europe. Le premier article, de **Maxime Parodi**, essaie de penser la spécificité de la démocratie européenne sur un mode qui n'est pas celui d'une simple projection à un niveau supérieur de nos expériences démocratiques nationales. Il forge le terme de démo*i*cratie afin de penser le déficit démocratique de la zone euro puis la coexistence solidaire de différentes formes d'organisation des démocraties.

La seconde contribution, de **Maria Jepsen** et **Philippe Pochet**, présente des propositions pour une autre Europe sociale. Les auteurs font l'histoire des périodes de tentative de promotion d'une Europe sociale pour en tirer les leçons. Le but est que la période actuelle se solde par une transformation plus profonde. **Emiliano Grossman** analyse la montée des populismes en Europe et le besoin de développer un argumentaire positif. Enfin, la contribution d'**Enrico Letta** conclut cette partie et ce numéro en mettant en perspective la crise des démocraties libérales en Europe. Il avance le besoin de principes directeurs et de mises en œuvre concrètes, comme le principe de subsidiarité, dans la perspective des événements de 2019, au premier rang desquels les élections européennes qui vont changer les visages des institutions européennes.

Tous les sujets européens en débat ne sont pas traités dans ce numéro. Par exemple, la question des contours d'un budget ou la mise en place d'une assurance chômage européenne sont étudiés dans d'autres publications. Cependant, après la lecture de ces contributions, de multiples pistes d'amélioration de la construction européenne se dessinent. Loin d'être décourageants, tous ces chantiers montrent les évolutions concrètes dont il faut débattre, les sujets sur lesquels il faudra trouver des compromis.

Une impression personnelle émerge à la lecture de ces textes : il existe une voie pour une forme originale du débat politique en Europe, qui permet de coordonner efficacement la politique économique, et faire converger nos économies vers une Europe sociale et prospère.

Enfin, ce numéro n'aurait pu exister sans la vigilance et la rigueur scientifique de la rédactrice en chef de la *Revue de l'OFCE*, Sandrine Levasseur, qui a contribué à donner forme et cohérence à ces contributions. Ensuite, l'équipe des publications de l'OFCE, Laurence Duboys Fresney et Najette Moummi ont assuré une publication de grande qualité dans des temps toujours trop courts.

Partie I

CONVERGENCES ET DIVERGENCES DANS L'UNION EUROPÉENNE

L'Europe numérique : entre singularités, faiblesses et promesses . . . 13
Cyrielle Gaglio, Sarah Guillou

Le(s) marché(s) du travail européen 37
Éric Heyer et Pierre Madec

Convergence et divergence nominales dans les PECO 59
Sandrine Levasseur

La stratégie de l'Union européenne pour promouvoir l'égalité professionnelle est-elle efficace ? 77
Hélène Périvier et Gregory Verdugo

L'ampleur des désajustements en zone euro en 2017 103
Bruno Ducoudré, Xavier Timbeau et Sébastien Villemot

Convergence des structures productives et synchronisation des cycles industriels dans l'Union européenne 127
Mattia Guerini, Mauro Napoletano etLionel Nesta

France-Allemagne : retour au travail 149
Édouard Challe et Xavier Ragot

L'avenir de l'euro 171
Paul De Grauwe et Yuemei Ji

L'EUROPE NUMÉRIQUE
ENTRE SINGULARITÉS, FAIBLESSES ET PROMESSES

Cyrielle Gaglio, Sarah Guillou
Sciences Po, OFCE

L'activité numérique des économies est devenue un marqueur de leur compétitivité et de leur capacité à relever les défis technologiques futurs. Cette activité s'est clairement intensifiée depuis les années 2000 et a entraîné de nombreuses mutations. La pénétration croissante des nouvelles technologies de l'information et des communications dans les usages est à l'origine de la transformation des modes de production, de consommation, de communication et ouvre la voie à de nouvelles formes de partage, de création, de collaboration et d'innovation. Elle s'est accompagnée d'une montée de la contribution à la production nationale des secteurs des services informatiques et numériques.

Cet article s'intéresse à la place de l'Europe dans la révolution numérique en comparaison de celle des États-Unis et de la Chine. Pour ce faire, nous mobilisons trois approches complémentaires : la première, macro-sectorielle, évalue le tissu productif numérique, la deuxième, microéconomique, discute le rôle des acteurs de l'économie des plateformes, la troisième couvre les environnements financier et institutionnel.

Il apparaît que l'Europe peine à se constituer en puissance numérique. Elle est marquée par des disparités entre ses États membres et par un retard vis-à-vis des États-Unis et de la Chine dans les secteurs associés à la révolution numérique. Toutefois, à certains égards, l'économie européenne dispose d'atouts prometteurs, notamment dans les services. La valeur ajoutée des services informatiques et numériques explique 36 % de la valeur ajoutée numérique totale créée en Europe. Avec 48 % des parts de marché détenues, l'Europe s'impose sur le marché mondial des services numériques. Elle devance les États-Unis et la Chine dans la consommation numérique des activités financières (9,5 %). Forte de son vaste marché de consommateurs qualifiés, l'Europe se montre très active en matière de régulation numérique et de prise en compte des enjeux sociétaux. Les efforts entrepris par les institutions européennes dans le cadre du marché unique numérique et pour la construction d'une Europe numérique restent à intensifier.

Mots clés : Europe numérique, services informatiques et numériques, activités de plateformes, capital-risque, politiques européennes, marché unique numérique.

Malgré ses 512 millions d'individus, son statut de deuxième zone géographique la plus riche, ses dépenses de R&D atteignant 300 milliards d'euros, soit 2 % de son PIB (Eurostat) et son taux d'urbanisation et de citoyens connectés, l'Union européenne (UE) peine à se constituer en puissance numérique. Cette étude montre que ce constat est avéré à travers différentes dimensions du numérique : les secteurs, les activités de plateformes, le capital-risque. Elle identifie ensuite les freins des environnements financier et institutionnel du numérique. La taille de l'UE, son niveau de développement technologique et ses ambitions numériques nous conduisent à la comparer aux États-Unis (pionnier installé) et à la Chine (nouveau concurrent).

Les économies se numérisent et, une fois n'est pas coutume, elles ne se numérisent pas toutes à la même vitesse. Si les États-Unis dominent, depuis le développement de l'Arpanet dans les années 1960 jusqu'aux récentes activités de plateformes, les pays européens paraissent nettement plus en retrait. La Chine s'intercale entre les deux depuis les années 2000 et renforce la position de retrait de l'UE. Certes, la transition des économies vers le numérique n'est pas homogène au sein de l'Europe : les pays nordiques sont en position de meneurs, suivis par le cœur de l'Europe industrielle. Au-delà de ces singularités, la Commission européenne s'efforce d'orchestrer l'intégration du marché numérique mais ses efforts, récents et ambitieux, n'ont pas encore modifié la trajectoire numérique européenne.

Pour apprécier la position européenne en matière de numérique, une première approche consiste à mesurer l'importance des secteurs numériques. La définition standard du secteur numérique – sur la base des classifications internationales sectorielles – repose sur un « noyau dur » composé de quatre sous-secteurs d'activités pour une définition relativement étroite, étendue à six sous-secteurs pour une définition plus large.

Cet article retient la définition étroite du secteur numérique à partir de la définition de l'OCDE[1] sur la base de la nomenclature ISIC, révision 4. Les biens numériques couvrent les sous-secteurs 26-27 relatifs à la fabrication d'équipements optique et électrique tandis que les services numériques regroupent les sous-secteurs 58-60, 61 et 62-

1. La définition du secteur numérique retenue par l'OCDE est plus fine que celle présentée ici : elle couvre précisément les secteurs 26, 582, 61 et 62-63.

63 respectivement associés aux activités de diffusion, d'édition et d'audiovisuel, aux services de télécommunications et aux services d'ingénierie informatique et numérique. Par la suite, nous nommerons ces quatre sous-secteurs comme suit : ORDI-ELEC pour 26-27, LOGIC2 pour 58-60, TELECOM pour 61 et SIIN pour 62-63. Bien qu'imparfaite, cette définition offre un découpage du secteur numérique en adéquation avec le niveau de désagrégation disponible dans les données ; cette définition nous permet ainsi de fournir des tendances et/ou des éléments quantifiables afin de mesurer la taille du secteur numérique et de discuter la numérisation de ses branches tout en permettant des comparaisons internationales. Cependant, la révolution numérique se répand rapidement dans tous les secteurs allant du commerce aux médias, en passant par les activités financières ou de transport (CAE, 2015) et contraint chaque secteur à s'adapter. Bien qu'unanimement manifeste, cette révolution reste difficile à appréhender dans son ensemble (FMI, 2018 ; Calvino *et al.*, 2018 ; Gaglio et Guillou, 2018). Une manière d'apprécier ces changements est d'observer l'évolution de la consommation des biens et services (B&S) numériques (produits par les secteurs numériques) des autres branches de l'économie.

L'approche sectorielle est complétée par des observations plus microéconomiques des acteurs de l'économie des plateformes qui jouent un rôle majeur dans la numérisation des économies (FMI, 2018). Or, ces entreprises échappent à la grille sectorielle car elles s'éparpillent dans des secteurs différents : commerce, transport, services financiers ou hébergement par exemple.

Cette étude montre que, à de nombreux égards, l'Europe est clairement derrière les États-Unis et la Chine. L'activité des locomotives de l'Europe (le Royaume-Uni, l'Allemagne et, un peu derrière, la France), couplée aux pays nordiques petits mais dynamiques, ne parvient pas à hisser l'Europe à des niveaux de production comparables à ceux des États-Unis. De son côté, la Chine se distingue par une forte présence tant sur les biens que sur les services numériques. D'une part, elle occupe une place de chef de file dans les exportations mondiales de biens numériques. D'autre part, elle développe les outils et les services numériques capables de rivaliser et d'ébranler les géants américains. L'Europe et les États-Unis ont quant à eux des structures productives pleinement orientées vers les services, ce qui se traduit par des avantages comparatifs sur le marché mondial des services numériques (notamment pour l'UE) et par une multiplication d'entreprises-plate-

formes surtout aux États-Unis. L'observation des activités de plateformes confirme les dominations américaine et chinoise bien qu'elles couvrent des marchés segmentés. En dépit de sa récente vitalité, l'Europe peine face aux géants américains avec qui la concurrence est directe et face au comportement de prédation des investisseurs chinois. Par ailleurs, l'étude des environnements financier et institutionnel européens nous permet à la fois de confirmer et d'expliquer les faiblesses de l'Europe numérique tout en ouvrant sur des perspectives d'amélioration.

Dans ce qui suit, la section 1 évalue le secteur numérique européen et le compare à ceux des États-Unis et de la Chine. L'approche sectorielle est ensuite complétée par une lecture plus microéconomique des acteurs numériques en mettant l'accent sur les activités de plateformes. La section 2 se concentre sur les environnements financier et institutionnel.

1. L'Europe numérique, hétérogène et en retard

1.1. Hétérogénéité de l'Europe numérique[2]

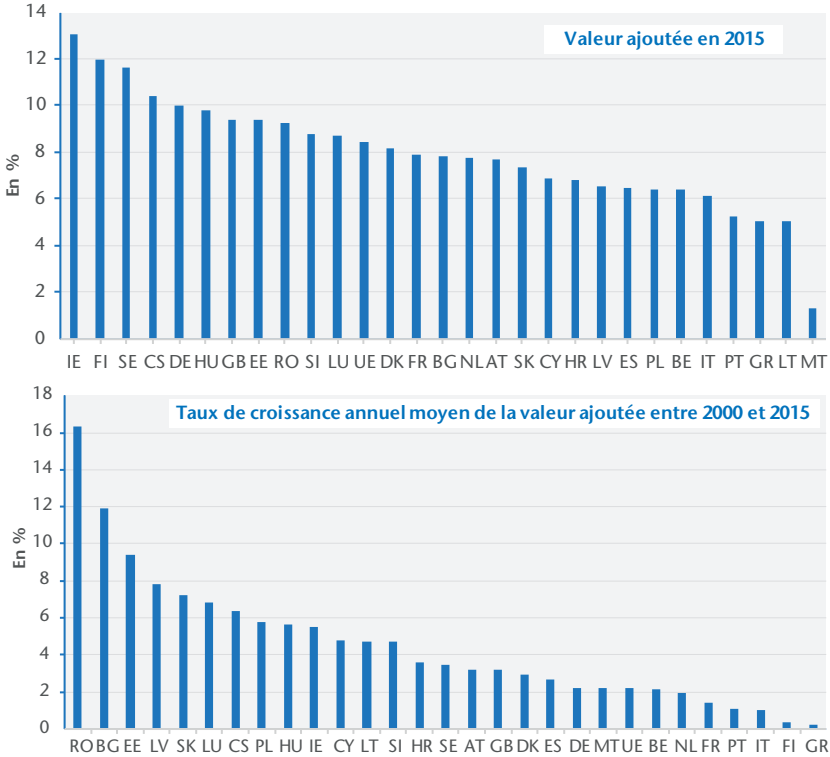
En 2015, le secteur numérique de l'UE à 28 représente 8,4 % de la valeur ajoutée (VA) marchande en valeur. Seuls 11 pays se situent individuellement au-dessus de ce pourcentage. L'observation de la VA numérique des États membres conduit à établir deux faits saillants (graphiques 1 et 2).

(i) Les contributions du secteur numérique à la VA marchande (en valeur) sont relativement disparates entre les 28 pays européens en 2015 (graphique 1). Sur la base de cet indicateur, nous identifions 5 groupes. Le premier regroupe les pays en tête de l'UE que sont l'Irlande (13,1 %), la Finlande (12 %) et la Suède (11,6 %). Le deuxième groupe inclut les pays dont la contribution est supérieure à la moyenne européenne ; elle se situe entre 8,7 et 10,4 % et comprend l'Allemagne, le Royaume-Uni ou l'Estonie. Le troisième groupe inclut les pays dont la contribution est, cette fois-ci, inférieure à la moyenne européenne : entre 7,3 et 8,2 % comme pour la France ou les Pays-Bas. Le quatrième groupe inclut les pays dont la contribution oscille autour des 6 % : la Lettonie, la Pologne ou la Belgique y figurent. Le cinquième groupe recense les pays qui clôturent le classe-

2. Précisons que l'ensemble des mesures calculées pour l'UE à 28 inclut le Royaume-Uni dans la mesure où sa sortie de l'UE ne devrait être pleinement effective qu'en 2019.

ment européen en matière de richesse numérique, parmi lesquels le Portugal (5,3 %), la Grèce (5,1 %) et la Lituanie (5 %). Par ailleurs, la croissance de cette contribution (laquelle est calculée par un taux de croissance annuel moyen, TCAM, entre 2000 et 2015) renforce la précédente hétérogénéité. En effet, trois pays (la Roumanie, la Bulgarie et l'Estonie) ont une croissance nettement supérieure à celle de leurs homologues européens ; 18 autres affichent un TCAM plus faible, bien que supérieur ou égal à celui de l'UE à 28 (soit 2,2 %). Cette hétérogénéité fait naturellement écho à la présence de trajectoires de développement économique différentes et à l'insertion plus ou moins tardive de chaque pays dans l'ère numérique, laquelle induit des mouvements de rattrapage.

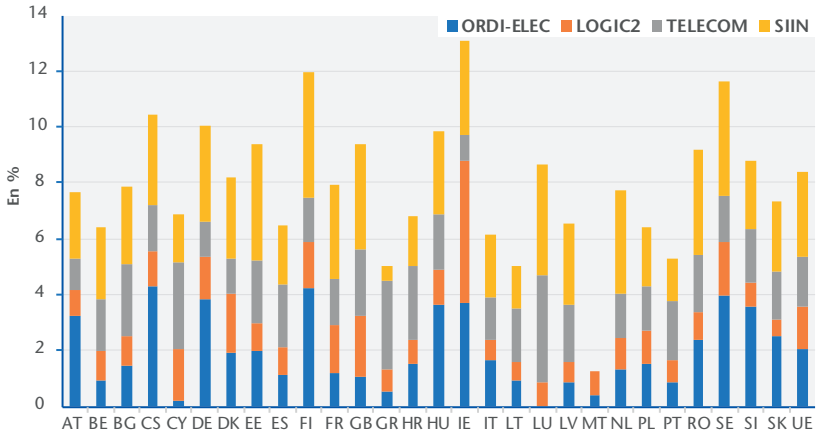
Graphique 1. Contribution du secteur numérique à la valeur ajoutée marchande (en valeur) et évolution



Note : Le TCAM de la VA est calculé sur la période 2000-2015 puisque les données de l'UE à 28 ne sont pas disponibles avant 2000. Le TCAM de la Pologne est, quant à lui, calculé entre 2003 et 2015.
Sources : EU KLEMS[a] – Calculs des auteurs.
a. Les données EU KLEMS (version 2017, *cf.* Jäger, 2017) ont été téléchargées en janvier 2018.

(ii) Au sein du secteur numérique existe un point focal entre les pays européens (graphique 2) : les contributions des quatre sous-secteurs à la VA marchande montrent une prépondérance des SIIN et leur rôle moteur dans la numérisation des économies[3]. La VA de ces services explique au moins 35 % de la VA numérique totale de 14 des 28 pays européens (dont le Danemark, l'Estonie, la France, les Pays-Bas, la Roumanie, le Royaume-Uni), soit un niveau comparable à la moyenne de l'UE (36,3 %). Ce sont, par ailleurs, les sous-secteurs qui croissent le plus rapidement entre 2000 et 2015. Pour les 14 autres pays, la création de leur VA numérique résulte de la complémentarité entre ces services et les ORDI-ELEC ; c'est le cas notamment de l'Allemagne dont le secteur manufacturier demeure important ou de plus petits pays comme la Hongrie ou la République tchèque. On peut supposer qu'une transition est à l'œuvre en Europe, laquelle provient du manufacturier numérique et se déplace vers les services numériques.

Graphique 2. Contribution des sous-secteurs numériques à la valeur ajoutée marchande (en valeur) en 2015



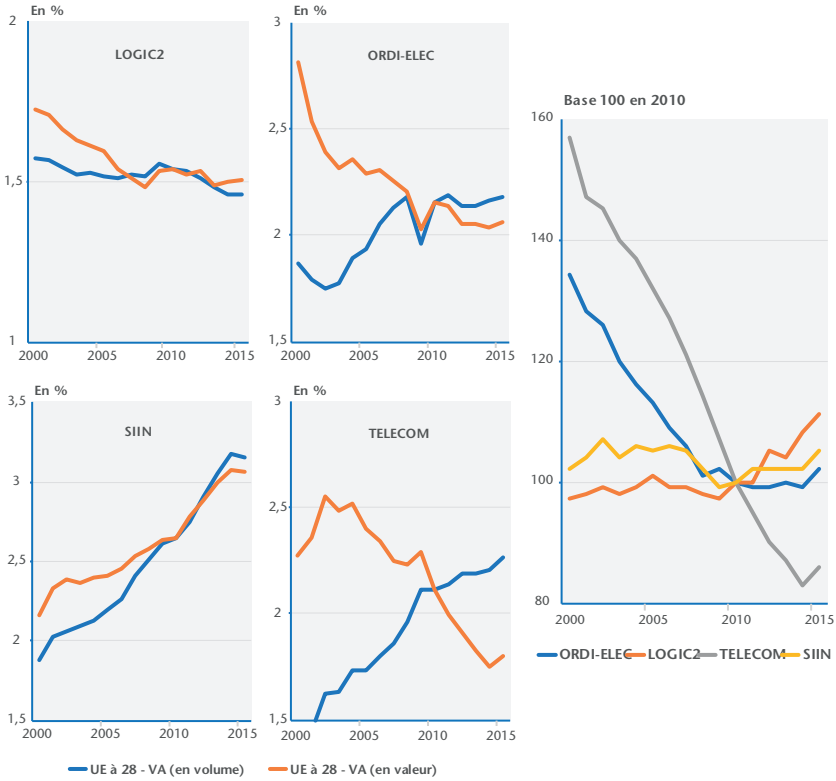
Note : Les données associées aux ORDI-ELEC ne sont pas disponibles pour le Luxembourg, celles qui sont relatives aux TELECOM et aux SIIN ne sont pas renseignées pour Malte.
Sources : EU KLEMS – Calculs des auteurs.

Comme le montre le graphique 3, entre 2000 et 2015, trois dynamiques distinctes coexistent : (i) le manufacturier numérique et les services de télécommunications connaissent une diminution de leurs contributions à l'activité économique ; (ii) l'édition de logiciels a une

3. Dans les SIIN, on trouve notamment les entreprises Delivery Hero en Allemagne, Deliveroo au Royaume-Uni, Groupon, Deezer, Dailymotion ou Blablacar en France.

contribution stable ; (iii) les services informatiques connaissent une nette augmentation de leur contribution. En valeur, la baisse de la VA numérique en Europe est donc causée par les ORDI-ELEC et les TELECOM. Ces résultats sont conformes aux résultats présentés par la Commission européenne (2018) dont l'étude porte sur un périmètre sectoriel un peu plus large. Dans le cas français, l'étude de Gaglio et Guillou (2018) conduit à des tendances identiques.

Graphique 3. Évolution de la contribution des sous-secteurs numériques à la valeur ajoutée marchande (en valeur et en volume) et indice des prix de la valeur ajoutée



Sources : EU KLEMS – Calculs des auteurs.

Remarquons que des dynamiques de prix peuvent expliquer la baisse de la contribution de ces sous-secteurs si l'indice des prix qui leur est associé baisse plus que l'indice des prix de la VA marchande. Ainsi, lorsque l'on met en parallèle l'évolution de la VA face à celle de l'indice des prix et que l'on étudie la VA en volume, on constate que si les dynamiques en valeur des LOGIC2 et des SIIN sont confirmées, celles des

ORDI-ELEC et des TELECOM conduisent à relativiser les précédents reculs. En effet, on remarque que la part (i) des ORDI-ELEC n'a pas complétement décliné et (ii) des TELECOM a augmenté d'un point de pourcentage (pp) entre 2000 et 2015. De manière globale, la contribution totale du numérique en volume atteint 9,1 % de la VA marchande de l'UE à 28 et la prise en compte des volumes confirme le rôle moteur des SIIN. Par conséquent, la mesure de l'évaluation des prix des B&S numériques se révèle comme l'un des enjeux majeurs d'appréhension du numérique (FMI, 2018).

Au sein du secteur numérique, le sous-secteur des télécommunications offre un formidable exemple des transformations survenues à l'ère du numérique. Comme le rappelle Eurostat, « *les réseaux et services de télécommunications constituent la clef de voûte de la société de l'information qui est en pleine expansion en Europe* ». L'éclatement de la bulle internet en 2001 a remodelé le paysage des communications passant des réseaux traditionnels filaires vers les réseaux mobiles via internet. Les offres de services se sont élargies, les moyens de communications se sont multipliés et les évolutions technologiques ont imposé de nouvelles formes de concurrence. Les volumes des données échangées se sont considérablement accrus depuis les années 2000 tandis que les prix des services de télécommunications fixes et mobiles ont fortement diminué à la suite de la libéralisation de ce marché initiée dans les années 1980-1990 en Europe. Par exemple, le prix moyen d'un appel national longue distance a diminué de moitié dans l'UE entre 2000 et 2010 ; le prix d'un appel international a baissé de 19 % sur la période 2005-2010 (source : Eurostat). La prochaine étape, qui passera inéluctablement par la fibre optique, la 5G et les services de données, promet de nouvelles mutations pour le secteur numérique dans son ensemble.

Par ailleurs, on observe que les services numériques contribuent de plus en plus à la dépense de R&D[4]. Mais ici encore l'UE est hétérogène. En utilisant les données EU KLEMS, on peut ventiler la formation brute de capital fixe (FBCF) par secteur en fonction de dix destinations (dont la R&D), lesquelles couvrent à la fois les actifs fixes matériels et immatériels. Cette ventilation fait de la R&D, des logiciels et des bases de données, les destinations privilégiées de l'investissement européen. L'Allemagne, l'Autriche, le Danemark, la Finlande, la France, les Pays-

4. Les statistiques du ministère de la Recherche montrent que les trois premiers secteurs traditionnels de l'industrie manufacturière (automobile, aéronautique, pharmacie) concentrent 35 % de la dépense et les secteurs des services numériques en concentrent 20 % (contre 2 % pour les autres services).

Bas et la Suède dépensent plus de 1/5 de leur FBCF en R&D. En matière de logiciels et bases de données, le Danemark, l'Espagne, la France, l'Italie, les Pays-Bas et la République tchèque investissent 30 % ou plus de leur FBCF. On confirme ainsi le rôle moteur des grands pays européens et des pays du nord de l'Europe comme acteurs principaux de la révolution numérique.

Ces chiffres étant posés, que se passe-t-il à l'extérieur de l'Europe ?

1.2. L'Europe numérique vis-à-vis des États-Unis et de la Chine

Bien que la VA numérique en valeur de l'UE à 28 représente 8,4 % de la VA marchande en 2015 (9,1% en volume), elle se situe en-deçà de la contribution du numérique aux États-Unis (10,7% en valeur, 11,9 % en volume en 2015). Le constat est le même si l'on estime la contribution de l'emploi numérique (mesuré par le nombre d'employés) à l'emploi total marchand : en effet, en 2015, elle représente 7,5 % aux États-Unis contre 6,5 % en Europe. En revanche, la comparaison avec la VA chinoise est moins immédiate dans la mesure où les classifications sectorielles ne sont pas les mêmes. Toutefois, deux études récentes fournissent quelques éléments quantifiables. D'une part, un travail réalisé par Garcia-Herrero et Xu (2018) évalue la contribution du secteur numérique dans l'économie chinoise à 5 % du PIB en 2012. D'autre part, une étude de la Commission européenne (2018) apporte des informations supplémentaires : pour l'année 2015, elle estime à 4,8 % la VA du secteur TIC[5] de la Chine (contre 3,9 % pour l'UE et 5,2 % pour les États-Unis) et à 2 % seulement la contribution de ce secteur à l'emploi total. En termes de VA et d'emplois numériques, les États-Unis se distinguent donc de l'Europe et de la Chine par des contributions plus élevées. Toutefois, l'observation des flux des échanges internationaux de B&S numériques conduit, cette fois, à opposer la Chine aux pays occidentaux et à la replacer au centre des discussions en matière de numérique.

En analysant les exportations de B&S numériques, apparaissent deux évidences en termes de spécialisations productives (graphique 4)[6]. La première observation remarquable est la domination de la Chine sur le marché des biens numériques. À l'intérieur du portefeuille des exportations de biens chinois, les biens numériques représentent 23,7 %, soit presque 6 fois plus que l'UE à 28 ou les États-Unis dont les

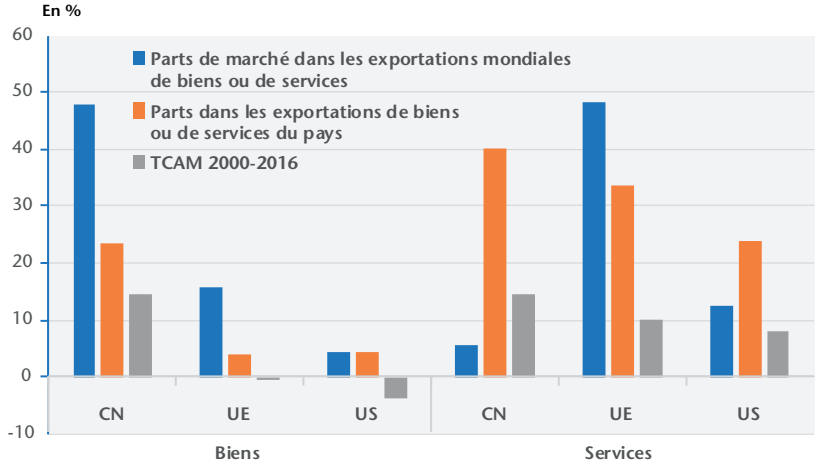
5. En l'espèce, le secteur TIC est défini (suivant la NACE, révision 2) par les activités 261, 262, 263, 264, 5820, 61, 62, 631 et 951.

parts sont, en 2016, autour des 4 %. De plus, environ 50 % des parts de marché mondiales de biens numériques sont détenues par la Chine. La contrepartie de la croissance des parts de marché de la Chine entre 2000 et 2016 est le déclin des parts de marché des pays riches : en 2016, les parts de marché de l'UE à 28 et des États-Unis s'élèvent respectivement à 15,8 % et 4,6 %. Ces chiffres suggèrent que la production numérique (comme, avant elle, celle manufacturière) s'est déplacée en Chine ; cela reflète la fonction d'atelier du monde qu'occupe la Chine également en matière de production numérique. Les filiales des grands groupes étrangers se sont installées en Chine pour bénéficier de conditions de coûts avantageuses et, de fait, la Chine se retrouve de plus en plus intégrée dans les chaînes de valeur mondiale. Une fragmentation des processus numériques est donc également à l'œuvre (OCDE, 2018). Par ailleurs, les TCAM négatifs de l'Europe et des États-Unis sont peut-être le signe d'une éventuelle réorientation de leurs activités numériques des biens vers les services.

La seconde observation est liée à la présence d'avantages comparatifs détenus par les pays riches (en particulier par les pays européens) sur le marché des services numériques. Bien que les exportations de services numériques occupent 40 % des exportations totales de services de la Chine (respectivement 33,7 et 23,7 % pour l'Europe et les États-Unis), sa part de marché n'est que de 5,8 % en 2016. À la différence du marché des biens numériques, celui des services n'est donc pas gouverné par la Chine. Les États-Unis et les pays de l'UE à 28 détiennent à eux tous 60,7 % (soit 12,4 % pour les premiers et 48,3 % pour les seconds) des parts de marché en 2016. Parmi les services numériques, on note dans les activités d'édition de logiciels la présence de certains champions européens (SAP en Allemagne, Sage au Royaume-Uni ou Unit4 aux Pays-Bas) qui côtoient les entreprises américaines dont la réputation n'est plus à faire. Les services seront sans doute le prochain vecteur de la mondialisation numérique : le maintien et l'amélioration de cet avantage est donc de première importance tant les services numériques constituent de plus en plus l'essentiel de la matière première numérique des économies.

6. On étudie les échanges extérieurs au travers uniquement des exportations de B&S par manque de disponibilité des données en matière d'importations, notamment celles de services. Les biens numériques sont définis par le secteur 26. Les services numériques sont définis, selon la Banque mondiale, comme les « *services informatiques et de communications (télécommunications, services de courrier et de messagerie) et les services de l'information (les données informatiques et les transactions de services liés à l'information)* ».

Graphique 4. Exportations de biens et de services numériques en 2016



Note : Les TCAM calculés sont relatifs à la croissance des exportations de biens ou de services numériques dans les exportations totales de biens ou de services de chaque pays.

Sources : BACI et Banque Mondiale[a] – Calculs des auteurs.

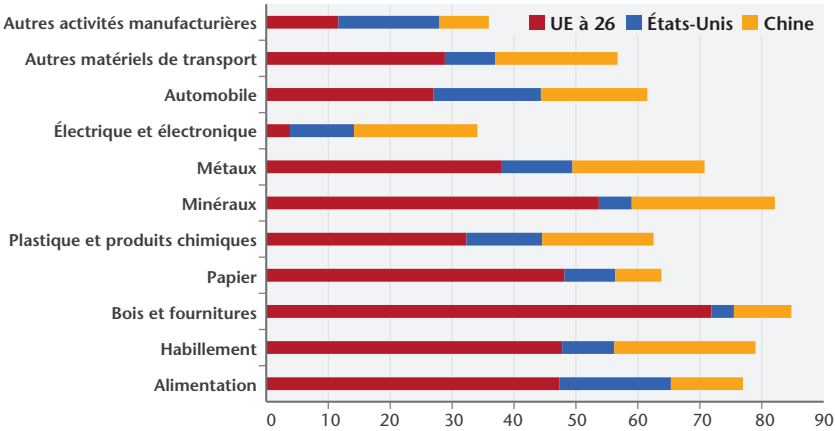
a. Les données BACI (HS 1992, *cf.* Gaulier et Zignago, 2010) ont été téléchargées en mars 2018. Les données de la Banque mondiale ont été téléchargées en juin 2018. Afin d'identifier les biens numériques dans les données BACI, (i) nous utilisons la classification de l'OCDE (2011) permettant d'associer les nomenclatures ISIC (révision 4) et HS (révision 2002). (ii) Nous avons ensuite recours aux tables de concordance entre les nomenclatures HS révision 2002 et HS révision 1992 permettant d'utiliser les données sur la période longue.

En outre, la transformation numérique des économies a vocation à favoriser une production plus efficace – grâce à la transformation des modes traditionnels de production et à la création de nouvelles formes telles que les productions collectives (Baldwin, 2017) – et une consommation plus rapide – grâce notamment à l'émergence du e-commerce supplantant le commerce traditionnel.

Avec certitude les modes de production et/ou de consommation vont évoluer à la suite de l'introduction des nouvelles technologies que véhicule l'ère numérique. Dans une analyse récente, la Commission européenne (2018) identifie 9 technologies clés en matière de numérique : les médias sociaux, les services mobiles, les technologies en nuage, l'internet des objets, les solutions pour la cybersécurité, les robots et les machines automatisées, l'analyse de données et les données massives, les impressions 3D et l'intelligence artificielle. Les données de l'International Federation of Robotics (IFR) nous permettent de proposer une comparaison sur la base de l'une de ces 9 technologies : celle qui est relative aux robots. Ces derniers peuvent être perçus comme un vecteur de transformation et de modernisation des structures productives existantes. Les données de 2016, découpées

suivant 11 branches manufacturières (graphique 5), montrent que la robotisation est davantage à l'œuvre dans les pays européens puis en Chine et enfin aux États-Unis. En revanche, si l'on rapporte le stock de robots opérationnels au nombre de pays européens, alors il ne fait nul doute que la robotisation en Chine dépasse les niveaux de robotisation européen et américain. Ce résultat est cohérent avec un récent rapport de l'OCDE (2018) qui fait de la Chine le premier utilisateur mondial de robots industriels. Par ailleurs, dans le seul sous-secteur numérique (celui qui est associé aux équipements électriques et électroniques), les 20 % de robots opérationnels en Chine en 2016 (contre 4 % pour l'Europe et 10 % pour les États-Unis) confirment son rôle de locomotive sur le marché mondial des biens numériques. Pourtant, un paradoxe existe : l'insertion des robots dans les branches manufacturières européenne, américaine et chinoise dépasse, pour 9 des 11 branches référencées, les 55 % du stock mondial mais pas dans celle qui est identifiée comme numérique. En l'espèce, l'UE à 26 (voir note de bas de graphique 5), les États-Unis et la Chine ne couvrent que 34 % du stock mondial de robots dans les équipements électriques et électroniques en 2016. On pourrait alors se poser la question suivante : ce faible pourcentage confirme-t-il le discours associé au recul du manufacturier numérique, en particulier en Europe et aux États-Unis ?

Graphique 5. Stock de robots opérationnels par branche manufacturière en 2016 (en % du stock mondial)



Note : Les données de Chypre et du Luxembourg ne sont pas disponibles, ce qui réduit à 26 les pays de l'UE.
Sources : IFR[a] – Calculs des auteurs.
a. Les données de l'IFR ont été téléchargées en juillet 2018.

Pour tenter d'apporter quelques éléments de réponse à cette question, nous complétons nos discussions en matière de spécialisations et de transformations productives avec une approche par la consommation domestique en numérique. Comme le montre le tableau 1, nous calculons une intensité numérique par branche comme le ratio de la consommation de la branche en numérique sur la consommation de cette même branche en B&S marchands. Quatre faits saillants sont à noter : (i) la Chine est le seul pays dont l'industrie consomme plus de numérique en 2014 par rapport à 2000 (+2,4 pp) ; ceci confirme la vitalité de son secteur manufacturier numérique. À l'inverse, cette consommation a diminué en Europe (-1,3 pp) et plus fortement encore aux États-Unis (-5,2 pp). (ii) L'avantage de l'UE à 28 se situe dans les activités financières (9,5 % en 2014) marquées par l'expansion des Fintech ; on peut raisonnablement supposer que cela est lié au dynamisme du Royaume-Uni en la matière. (iii) En revanche, l'avantage des États-Unis réside dans le secteur du commerce (7,9 %) ; ceci est cohérent avec la multiplication des activités de plateformes commerciales américaines. (iv) Les consommations de l'Europe, des États-Unis et de la Chine se ressemblent dans le secteur information et communication, comprenant les services numériques : la consommation en numérique est importante en 2014 et est en augmentation par rapport à 2000 (respectivement +3,9, +1,9 et +10,1 pp). Par conséquent, la numérisation des économies passe par une dématérialisation croissante des actifs numériques des biens vers les services en Europe, aux États-Unis et en Chine ; cette dernière est également marquée par une persistance du manufacturier numérique.

Tableau 1. Décomposition de l'intensité numérique par branche marchande

	Intensité numérique en 2014, en % (variation par rapport à 2000, en pp)		
	UE à 28	États-Unis	Chine
Industrie	3,9 *(-1,3)*	4,5 *(-5,2)*	10,2 *(+2,4)*
Commerce	6,0 *(-1,4)*	7,9 *(-1,7)*	5,7 *(-4,6)*
Hébergement et restauration	4,5 *(-1,5)*	4,6 *(-1,0)*	0,9 *(-1,0)*
Information et communication	40,3 *(+3,9)*	43,8 *(+1,9)*	54,1 *(+10,1)*
Finance	9,5 *(-1,7)*	6,2 *(-2,3)*	8,8 *(-5,3)*
Autres branches marchandes	5,3 *(-1,5)*	7,9 *(-0,9)*	6,8 *(+0,8)*

Note : Sous l'appellation « Industrie » nous regroupons les branches marchandes « C » pour les activités manufacturières, « D » et « E » pour les activités de production et de distribution d'eau et d'électricité.

Sources : WIOD[a] – Calculs des auteurs.

a. Les données WIOD (version 2016, cf. Timmer *et al.*, 2015) ont été téléchargées en mars 2018.

1.3. Pas de barons mais de potentiels titans

Cette approche sectorielle ne permet pas (ou peu) d'évoquer les entreprises qui sont les acteurs de ce monde numérique. Pourtant, les années 2000 ont été marquées par l'apparition des géants du Web que sont Google, Apple, Facebook et Amazon (les fameux GAFA, lesquels sont parfois étendus à Microsoft pour devenir les GAFAM). Depuis les années 2010, l'ère du numérique moderne est submergée par la présence de nouveaux champions dont les activités productives reposent essentiellement sur des plateformes (parmi lesquels figurent les NATU que sont Netflix, AirBnB, Tesla et Uber) et dont l'entrée sur les marchés vient bouleverser les entreprises traditionnelles. En parallèle, la Chine a vu se créer des géants du net grâce au développement d'une société de consommation ayant sauté les étapes du commerce de grandes surfaces pour se plonger directement dans le commerce en ligne et le paiement dématérialisé. La Chine, dont l'écosystème riche d'innovateurs ne cesse de s'étoffer, est le pays hôte des BATX (Baidu, Alibaba, Tencent et Xiaomi), des entreprises dont les activités sont aussi variées que les moteurs de recherche, le e-commerce, les services internet et mobiles ou le commerce de composants électroniques et informatiques. En Europe, en revanche, on cherche les grands noms qui concurrenceraient ces entreprises.

L'hégémonie américaine est incontestable : à titre d'exemple, 9 des 10 sites les plus visités au monde en 2014 sont américains et 83 % de la capitalisation boursière des entreprises numériques sont détenus par les États-Unis contre 2 % en Europe. C'est la Chine qui est venue bousculer cette hégémonie (par exemple, Tencent et Alibaba se sont introduits dans le top 10 des capitalisations boursières en 2018, chassant ainsi deux entreprises américaines que sont Exxon Mobil et Wells Fargo), non l'Europe, bien que pour le moment les deux marchés ne se croisent pas évitant la mise en concurrence directe des entreprises de ces pays en raison du protectionnisme chinois.

Le tableau 2 fournit un aperçu de ces entreprises et induit trois commentaires. D'une part, les géants mondiaux du numérique se situent en dehors de l'Europe, surtout aux États-Unis et de plus en plus en Chine. D'autre part, les pays européens accusent un retard par rapport aux États-Unis et à la Chine. Le dernier classement (actualisé jusqu'en juillet 2018) des entreprises dites « licornes », celles dont la valorisation dépasse le milliard de dollars de chiffre d'affaires, recense 121 entreprises aux États-Unis, 72 en Chine mais seulement 28 en

Europe. De plus, il existe de grandes inégalités à l'intérieur même de l'UE : avec 15 entreprises licornes, le Royaume-Uni se révèle en avance sur ses homologues européens. Enfin, le tableau 2 (qui ne présente que certaines entreprises qui constituent le paysage numérique mondial) permet de souligner les limites de la classification des secteurs numériques. En effet, les géants mondiaux du numérique n'ont pas nécessairement leurs activités productives originelles classées dans un secteur numérique tel que défini précédemment : par exemple, Amazon est classé dans le commerce de détails et Youtube parmi les publicitaires. Ce qui rassemble ces entreprises, c'est le modèle des économies de réseaux grâce au vecteur de la plateforme. Autrement dit, c'est leur fonction de production. Elles utilisent plutôt du travail qualifié, ont des coûts fixes élevés, notamment de R&D, et un coût marginal qui tend vers 0. Elles bénéficient des économies de réseaux, c'est-à-dire que leur coût moyen décroît fortement avec la taille de leur marché et que la taille de leur marché renforce la qualité de leur produit. Enfin, leur capital est majoritairement immatériel dont une grande part consiste en une accumulation de données (Brynjolfsson et McAfee, 2017).

Tableau 2. Un aperçu des entreprises-plateformes du numérique

	Exemples d'entreprises-plateformes
UE à 28	Global Switch, Deliveroo, Improbable, Just-Eat, Farfetch, Sage (Royaume-Uni) Trivago, Delivery Hero, Zalando, SAP (Allemagne) Blablacar, Dailymotion, Deezer, Vente-privee, Groupon, Criteo (France) Skype (Estonie) – Spotify, Klarna (Suède) – Yoox (Italie) – Supercell (Finlande) Adyen, Takeaway.com, Unit4 (Pays-Bas)
États-Unis	GAFAM – NATU – Reddit – Coinbase – Palantir Technologies – Pinterest – Snapchat – Dropbox – Oracle
Chine	BATX – Didi Chuxing – Ofo – Toutiao – Bitmain Technologies – China Internet Plus Holding

Source : Auteurs.

On observe donc que même dans cette dimension, dépassant la classification sectorielle retenue dans les deux premières sous-sections, l'Europe paraît avoir pris beaucoup de retard. Force est de reconnaître que l'Europe ne possède pas de « barons » du numérique. Cette expression est extraite du titre d'un article de la *MIT Review* (2018) qui s'inquiète des pouvoirs exorbitants des géants américains du net. Si on observait les 10 plus grandes valorisations boursières européennes, il ne s'y trouve pas d'entreprise numérique. Au contraire, parmi les 10

premières valorisations américaines et chinoises, on dénombre 5 entreprises de l'économie numérique pour les États-Unis et 2 pour la Chine. Mais forte de ses compétences, de ses importants investissements en R&D, en logiciels et bases de données, de son marché et de sa diversité, de nombreux rapports tendent à montrer que les choses commencent sérieusement à changer en Europe. Ainsi, un rapport du cabinet GP Bullhound recense les futurs titans du numérique européen (voir European Titans of Tech) et souligne que l'UE héberge 3 entreprises de plus de 10 milliards de dollars : Supercell, Zalando et Spotify, auxquelles s'ajoute l'entreprise allemande SAP dont la capitalisation boursière s'élève à 135 milliards de dollars.

Notons que dans ce classement, il ressort encore (comme pour la hiérarchie utilisant la classification sectorielle) que l'Allemagne et le Royaume-Uni sont les pays européens les plus actifs en matière d'économie numérique.

2. Les faiblesses et promesses de l'environnement financier et institutionnel

2.1. Le capital-risque, le nerf de la guerre

Le constat d'une absence de champions européens se double très souvent de l'observation d'un manque d'institutions de capital-risque capables de fournir les fonds financiers dont les entreprises ont besoin pour se développer et grandir. Les coûts du financement bancaire restent historiquement bas en Europe même si les conditions de financement diffèrent beaucoup d'un pays à l'autre (European Investment Fund, EIF, 2018). Mais en matière de financement du numérique, la question est moins celle du coût du crédit que celle du risque. Ce dernier conduit les entreprises à faire face à une offre de crédit traditionnel totalement inélastique (Stiglitz et Weiss, 1981).

Les entreprises du numérique ont par nature des plans de développement risqués, soit parce qu'elles se positionnent sur des marchés disruptifs peu connus des investisseurs, soit parce qu'elles nécessitent de larges investissements dans des actifs incorporels qui, eux-mêmes, comportent une grande part d'incertitude sur les rendements futurs (en R&D par exemple) ou tout simplement ne permettent pas de créer un collatéral tangible sur lequel les investisseurs peuvent s'appuyer. En outre, elles sont jeunes et donc sans histoire sur laquelle fonder les prédictions des rendements futurs. Les activités numériques sont par

nature plus sujettes à l'asymétrie d'information et à des problèmes d'agence qui rendent leur financement plus difficile. Elles sont plus susceptibles d'être contraintes financièrement. C'est pourquoi les banques traditionnelles ne sont pas les financiers principaux de ces activités. Il faut des institutions plus disposées à prendre des risques.

Des fonds de capital-risque européens existent. Parmi les acteurs publics, le fonds européen d'investissement (EIF) est un groupe de la Banque européenne d'investissement spécialisé dans le financement à risque des petites et moyennes entreprises européennes. Sa population privilégiée reflète les jeunes entreprises technologiques dans leur phase de développement. Le fonds travaille en coopération avec des fonds privés de capital-risque. Il finance directement et garantit des levées de fonds réalisées par les fonds privés de capital-risque. Au total, presque la moitié de ces levées de fonds privés sont appuyées sur les garanties de l'EIF et il en réaliserait pour son compte directement un dixième (EIF, 2016). Des fonds étrangers investissent aussi en Europe. Tout récemment, le japonais Softbank, à travers son riche fonds d'investissement Vision Fund, a investi 100 milliards de dollars en Europe. Les investisseurs américains sont également très présents et ont augmenté leurs investissements en 2017 marquant la plus grande maturité du marché européen.

Cependant, les estimations des montants de financement par des fonds de capital-risque sont très en deçà en Europe de ce qui s'investit en Asie ou sur le continent américain. Ainsi, les estimations de KPMG portent à 155 milliards de dollars le financement mondial en capital-risque en 2017. Pour le dernier trimestre de 2017, le montant est de 46 milliards de dollars et se répartit en 24 pour le continent américain (surtout nord-américain) avec 1 858 accords de financement, 16 pour l'Asie (surtout la Chine) avec 245 accords et 6 milliards pour l'Europe (incluant la Suisse) pour 535 accords. En Europe, le Royaume-Uni concentre la majorité des accords et des montants malgré les incertitudes associées au vote du Brexit : 1 880 millions de dollars pour 185 accords. En deuxième position, l'Allemagne continue de voir augmenter ce type de financement avec 680 millions de dollars investis pour 74 accords. Outre l'importante levée de fonds de CureVac (100 millions de dollars), on observe de nombreux accords dans les Fintech et Autotech[7]. En France, on décompte 474 millions de dollars investis pour 51 accords de financement. Bien que loin derrière le Royaume-Uni, la France est perçue comme un marché de plus en plus

porteur par les investisseurs, notamment avec la création du campus de startups Station F.

La hiérarchie par pays du capital-risque confirme la hiérarchie établie dans la première section. L'Europe dispose sans doute de modes de financement alternatifs au capital-risque avec un marché bancaire et institutionnel plus présent et une tradition de « capital-risqueur » plus récente. Mais en matière de startups, le capital-risque est la référence. Cela signifie donc que la vitalité des startups et des entreprises de la nouvelle économie qui lèvent des fonds pour croître est bien moindre en Europe que dans les deux autres centres économiques qui les concentrent. C'est un élément supplémentaire qui positionne l'Europe loin derrière les États-Unis et la Chine en termes d'activités numériques. L'évolution est cependant positive. La prise de conscience est réelle et les liquidités mondiales, cherchant à s'investir, voient l'Europe comme un marché prometteur fort de son intégration réglementaire et de la taille des données de consommateurs qu'elle peut offrir. De plus, les nouvelles règles établies par Bruxelles pour construire l'Union des marchés des capitaux (dont un plan a été lancé en 2015) devraient faciliter l'accès des entreprises européennes à des fonds d'autres États membres et le développement de ces fonds grâce au passeport européen. Le lancement du fonds VentureEU (doté de 410 millions d'euros) par la Commission européenne et l'EIF en avril 2018 est un autre signe de la mobilisation européenne qui semble s'activer sérieusement mais avec retard. Chez les concurrents, l'implication des institutions publiques est très forte en Chine et très pro-active aux États-Unis. Jusqu'à présent, les institutions européennes ont mis en place des politiques non seulement moins volontaristes que la Chine mais parfois peu conciliantes avec l'objectif de développer des champions européens du numérique.

2.2. Politiques européennes : des freins au soutien

Si la taille de l'UE et sa richesse par habitant l'autorisent à concourir face aux États-Unis et à la Chine, ses politiques publiques en matière de numérique n'atteignent pas une dimension équivalente à celles de ces deux pays. Le niveau et la nature de l'intégration européenne ne le permettent pas.

7. Par Autotech, on entend les investissements des géants de l'automobile dans des startups à travers leur propre fonds de capital-risque.

La politique de soutien au numérique en Europe a, jusqu'à présent, plutôt consisté en une somme de politiques des pays membres. Mais, même au sein de ceux-ci, la prise de conscience est plutôt récente. Ces dernières années, chaque pays membre a mis en place des cadres institutionnels en faveur du numérique, de l'environnement facilitateur au soutien direct. Des programmes visant à inscrire les industries dans la révolution numérique ont été lancés en Europe depuis une dizaine d'années[8]. En matière d'intelligence artificielle, les initiatives sont plus récentes. Tim Dutton recense les différentes politiques mises en place (voir An overview of national AI strategies) et montre encore que la Chine et les États-Unis ont démarré avant l'Europe[9].

Ces deux pays ont, chacun à leur manière, fortement soutenu la nouvelle économie. Aux États-Unis, la nature entrepreneuriale de l'économie associée à des institutions puissantes et riches finançant les technologies publiques, de la défense à la santé en passant par l'espace, supportée par un marché financier dynamique, ont créé un environnement propice à l'émergence d'acteurs de la nouvelle économie. La taille du marché américain a permis l'exploitation des économies d'échelle et des économies de réseaux sur lesquelles se fonde la croissance de ces acteurs (Azoulay *et al.*, 2018). En Chine, l'alliance de politiques volontaristes, de protection du marché, du talent et de l'ambition d'entrepreneurs ont conduit à l'émergence des BATX et de bien d'autres. L'État chinois a également mis en place à la fois des politiques de capture des technologies des investisseurs étrangers et de soutien direct de certains secteurs comme celui des semi-conducteurs, des batteries ou encore un vaste plan en faveur de l'intelligence artificielle (Guillou, 2018). Ici aussi la vastitude du marché de consommateurs a facilité le développement de la nouvelle économie.

En Europe, avant même que le marché soit clairement intégré, il était ouvert et les acteurs américains avaient déjà conquis les consommateurs européens. Aujourd'hui encore l'intégration numérique est en chantier. Cela tient, tout d'abord, au fait que le secteur des télécommunications est historiquement un secteur, sinon public (appartenant à l'État), ayant de fortes relations avec l'État, relations faites de droits (monopole) et de devoirs (mission de service public). Le secteur a toujours été fortement

8. Comme, par exemple, Catapult au Royaume-Uni, Industrie du futur en France, Industrie 4.0 Österreich platform en Autriche, Made Different en Belgique, Manufacturing Academy au Danemark, Industria 4.0 au Portugal ou Industrie 4.0 en Allemagne (Commission européenne, 2018).

9. Le Canada, la Chine, le Royaume-Uni et les États-Unis ont devancé la France et l'Allemagne dans la construction de leur stratégie institutionnelle.

contraint par le territoire de son pays membre. Ensuite, même du côté des acteurs privés, le marché européen est encore fortement segmenté : par les réglementations, par les standards puis par le langage et les usages. Ainsi, par exemple, ce n'est que très récemment qu'ont été supprimés les frais d'itinérance pour les appels mobiles vers ou depuis l'UE. Il reste, cependant, impossible de souscrire un forfait mobile ou internet à un acteur non français[10]. Sur internet, les affaires se sont, elles, déconnectées des territoires mais les acteurs américains sont tout aussi présents et la nationalité des activités de plateformes est très souvent inconnue des usagers en dehors des très grands noms.

À cette absence de marché totalement intégré se sont superposées des politiques plutôt hostiles aux dynamiques libertaires de la nouvelle économie. Les politiques européennes sont, à première vue, peu favorables à l'économie numérique.

Il y a d'abord la politique de la concurrence qui est le garant de l'intégration du marché européen, de l'égalité de traitement, de conditions entre les entreprises et qui contrôle les abus de position dominante qui pourraient léser le consommateur européen. Or cette politique, très judiciarisée, a plutôt pu apparaître comme un frein à la création de champions européens en vertu du maintien d'une concurrence élevée, exigeant une multiplicité d'acteurs. La plupart des fusions sont soumises à des enquêtes approfondies. Par exemple, la Commission européenne a ouvert une enquête approfondie le 13 juillet 2018 pour le rapprochement entre Siemens et Alstom (scellé le 23 mars 2017) tout comme elle le fera pour le rachat de Gemalto par Thalès. En matière numérique, le dernier grand rapprochement autorisé est celui entre Alcatel-Lucent et Nokia (équipementiers des télécommunications) validé en juillet 2015. Le contrôle est très présent mais rarement censeur. Les États membres sont parfois eux-mêmes davantage des obstacles que la direction de la concurrence car ils détiennent des parts dans les entreprises susceptibles de changer les actionnaires majoritaires.

Mais certains observateurs vont jusqu'à penser que la Commission européenne aurait entravé la création d'un Google européen si une telle entreprise avait émergé sur le continent. Cet argument est erroné si l'on considère que Google a d'abord grandi par croissance interne, ce qu'en aucun cas la Commission aurait eu à juger. Cependant, si un Google européen existait, il n'aurait pas échappé aux amendes telles

10. Et ceci alors qu'Altice, la maison mère de SFR, a son siège aux Pays-Bas pour des raisons fiscales.

que celles infligées à Google pour ses abus de position dominante[11]. De telles sanctions n'ont pas été prononcées aux États-Unis. Les champions numériques sont plutôt malmenés en Europe, pour des raisons légitimes, mais, semble-t-il, seulement reconnues comme telles en Europe. De plus, à ce stade, il est difficile de mesurer le dommage causé sur le moteur de recherche européen Qwant, ni ce que cette sanction entraînera de positif sur ses parts de marché.

Ensuite, la réglementation générale de protection des données récemment adoptée et entrée en vigueur en mai 2018 peut apparaître comme une élévation du niveau de contrainte pesant sur les entreprises dans leur processus de numérisation. Ces règles, qui visent à protéger les individus des usages que font les entreprises de leurs données personnelles, s'appliquent à toutes les entreprises sur le territoire de l'UE. Encore une fois, cette réglementation apparaît plus que légitime, elle constitue même un progrès pour les libertés individuelles mais, pour le moment, l'UE se singularise par la réglementation la plus restrictive s'imposant aux entreprises. À terme, cela pourrait se transformer en avantage comparatif si les autres zones géographiques adoptaient les mêmes restrictions car les entreprises européennes auraient de l'avance et de l'apprentissage mais ce n'est ni la voie prise par les États-Unis[12], ni par la Chine qui tend à développer une société hyper contrôlée et surveillée en usant des outils numériques.

Enfin, l'UE n'a pas développé de politique industrielle volontariste en matière de numérique. Cela n'a jamais été le propre de l'UE, en dehors de quelques secteurs, mais cette absence a empêché que la politique de concurrence, pro-consommateurs, soit équilibrée par une politique plus pro-entreprises. Il faut dire que si l'intérêt supranational était manifeste dans le cas de la politique de la concurrence, cela est beaucoup moins évident en matière de politique industrielle étant donné les différences de spécialisation des États-membres ou la cristallisation des préférences nationales.

Pour illustrer la trajectoire européenne en matière numérique depuis les années 1990, prenons l'exemple du marché des équipements de télécommunications : il y avait dans les années 1990 quasiment autant

11. La décision récente (18 juillet 2018), après 4 ans d'enquête, inflige une amende de 4,3 milliards d'euros pour avoir abusé de sa position dominante pour imposer aux fabricants de téléphones l'usage notamment de son moteur de recherche. La stratégie de Google dans le mobile consistait à installer un panier d'applications Google dans les téléphones et tablettes utilisant son système d'exploitation Android et à instaurer des barrières à l'installation d'applications concurrentes.
12. La Commission fédérale des communications a supprimé la neutralité du net en décembre 2017.

d'acteurs que de grands pays. L'Europe produisait alors 15 % des puces électroniques du marché mondial. Aujourd'hui, les entreprises dont le siège est en Europe représentent entre 8 et 9 % des revenus de ce secteur. C'est en Asie et aux États-Unis que les micro-processeurs et les puces mémoires sont désormais produits en masse. Le coût de fabrication d'un « fab » (chip-fabrication factory) est très élevé sauf pour les très grandes échelles de production. La production s'est donc délocalisée et les acteurs se sont redéployés sur d'autres segments de marché, ont disparu ou ont fusionné. Mais pour ce qui concerne les puces spécialisées, l'Europe détient encore quelques atouts : comme dans les systèmes micro-électromécaniques (MEMS), les modules SIM embarqués (eSIM)[13], les composants qui utilisent peu d'énergie et augmentent la vie des batteries[14] ou le design des semi-conducteurs[15]. La R&D dans le secteur est très importante grâce à des instituts comme Imec en Belgique, Fraunhofer en Allemagne et le CEA-Leti à Grenoble.

L'Europe s'est donc détachée des productions à grande échelle alors que les États-Unis ont conservé des leaders mondiaux (Intel, Qualcomm) même face aux concurrences coréenne, japonaise et chinoise ; comme si l'intégration n'avait pas fonctionné. L'Europe conserve des atouts sur des niches de forts contenus technologiques mais ces atouts sont propres aux États membres. Il y a donc encore beaucoup à faire pour créer un marché numérique intégré. L'effet de masse européen n'existe pas. Remarquons qu'en matière de numérique, ses initiatives sont récentes. Un marché unique du numérique est bien en chantier mais il date de 2015. De même en matière d'intelligence artificielle, la communication de la Commission européenne date d'avril 2018. Elle propose un agenda ambitieux mais les ambitions ne font pas tout et rappelons qu'à Lisbonne, en mars 2000, l'Europe s'était déjà donnée pour objectif de devenir la zone économique la plus compétitive avec un poids de ses dépenses de R&D dépassant les 3 % du PIB[16]. Les efforts entrepris par les institutions européennes dans le

13. Ces systèmes sont le cœur des détecteurs dont la demande devrait doubler dans les prochaines années. Le franco-italien STmicroeletronics ou l'allemand Bosch sont des leaders dans cette niche. STmicroelectronics est leader des modules SIM embarqués (eSIM) qui devraient remplacer les cartes SIM. L'entreprise fournit déjà de tels modules à Apple pour ses montres connectés iWatch.
14. Infineon (Allemagne) mais aussi STmicroelectronics et une entreprise norvégienne comme Nordic semiconductor ou Greenpeak technology aux Pays Bas.
15. ARM holdings du Royaume-Uni fournit les designs aux fabricants de semi-conducteurs sans usines (fabless) comme Qualcomm.
16. Précisément « l'économie de la connaissance la plus compétitive et la plus dynamique du monde d'ici à 2010, capable d'une croissance économique durable accompagnée d'une amélioration quantitative et qualitative de l'emploi et d'une plus grande cohésion sociale ».

cadre du marché unique numérique et pour la construction d'une Europe numérique restent à intensifier.

3. Remarques conclusives : de nombreux signes prometteurs

Pour conclure, il nous apparaît nécessaire de souligner les signes prometteurs qui montrent que l'Europe peut encore trouver sa place parmi les géants du numérique. Cela reste un secteur plein de turbulences où des entreprises ont disparu (Yahoo) ou ont dû changer de modèle (IBM, Microsoft). Les leaders peuvent donc se faire bousculer. Le numérique est un secteur nécessitant des compétences et des savoirs dont l'Europe dispose. Récemment, des efforts politiques ont été entrepris qui devraient faciliter les alliances et les rapprochements. Le marché du capital-risque est également plus dynamique. De plus, le large marché des consommateurs, ayant des niveaux de vie élevés et citadins, est propice à de nouveaux usages des objets connectés.

L'Europe numérique doit donc poursuivre l'intégration de son marché pour harmoniser les standards, faciliter le partage des avancées technologiques, augmenter l'offre pour le consommateur européen tout en bénéficiant d'un environnement protecteur et renforcer la communication des acteurs européens auprès du public.

Par conséquent, il faudrait (i) concrétiser cette ambition dans une entreprise publique commune regroupant chercheurs et développeurs sur des technologies du futur avec un budget européen ; (ii) mettre en commun des ressources dans une communauté de l'intelligence artificielle et des technologies numériques, adossée à une grande école européenne formant le personnel qualifié dans la maîtrise des technologies numériques.

Références

Azoulay, P., E. Fuchs, A.P. Goldstein et M. Kearney, 2018, « Funding breakthrough research: Promises and challenges of the ARPA Model », in *Innovation Policy and the Economy*, vol., 19, Lerner and Stern.

Baldwin, R., 2017, *The great convergence: Information technology and the new globalization*, Cambridge, MA, The Bellknap Press of Harvard University Press.

Brynjolfsson, E., et MacAfee, A., 2014, *The second machine age: Work, progress and prosperity in a time of brilliant technologies*, W.W. Norton Company.

Calvino, F. *et al.*, 2018, « A taxonomy of digital intensive sectors », *OECD Science, Technology and Industry Working papers*, 2018/14, OECD Publishing, Paris.

Commission européenne, 2018, *Digital Transformation Scoreboard 2018—EU businesses go digital: Opportunities, outcome and uptake*, Luxembourg, Publications Office of the European Union.

Commission européenne, 2017, *Europe's Digital Progress Report 2017*, Bruxelles.

Conseil d'analyse économique, 2015, « Économie numérique », *Note* n° 26.

EIF, 2016, « The European venture capital landscape: An EIF perspective », *WP*, n° 2016/34.

FMI, 2018, *Measuring the digital economy*, Washington D.C.

Gaglio, C. et S. Guillou,, 2018, « Le tissu productif numérique en France », *OFCE Policy brief,* 36, juillet.

Garcia-Herrero, A. et J. Xu, 2018, « How big is China's digital Economy », *Bruegel Working pape*r, 04.

Gaulier, G. et S. Zignago, 2010, « BACI: International Trade Database at the Product-Level. The 1994-2007 Version », *CEPII Working Paper*, n° 2010-23.

Guillou, S., 2018, « Doit-on s'inquiéter de la stratégie industrielle de la Chine », *OFCE Policy brief*, janvier.

Jäger, K., 2017, « EU KLEMS Growth and Productivity Accounts 2017 release – Description of Methodology and General Notes ».

Kok, W., 2004, *Relever le défi : La stratégie de Lisbonne pour la croissance et l'emploi*, Bruxelles.

KPMG, 2018, *Venture Pulse Q4201: Global analysis of venture funding*.

OCDE, 2011, *OECD Guide to Measuring the Information Society*, OECD Publishing, Paris.

OCDE, 2018, *La prochaine révolution de la production : conséquences pour les pouvoirs publics et les entreprises*, Paris, Éditions OCDE.

Stiglitz, J. E. et A. Weiss,, 1981, « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *The American Economic Review*, vol. 71, n° 3, pp. 393-410.

Timmer, M. P., E. Dietzenbacher, B. Los, R. Stehrer et G. J. de Vries, 2015, « An illustrated user guide to the World Input-Ouput Database: The case of global automative production », *Review of International Economics*, n° 23, pp. 575-605.

LE(S) MARCHÉ(S) DU TRAVAIL EUROPÉEN

Éric Heyer, Pierre Madec
Sciences Po, OFCE

La comparaison des marchés du travail montre que le taux de chômage européen n'est pas le résultat d'un fonctionnement différent du marché du travail mais plutôt le résultat de chocs macro-économiques plus importants, notamment après 2011. Le premier facteur de la hausse du chômage européen est la politique fiscale restrictive menée de 2011 à 2014.

Ces évolutions moyennes cachent cependant de fortes divergences au sein de la zone euro. Entre 2007 et 2017, le taux de chômage allemand a baissé de quatre points par rapport à la moyenne de la zone euro alors que le taux de chômage espagnol a augmenté de six points.

Le taux de chômage est cependant bien insuffisant pour comparer les marchés du travail :

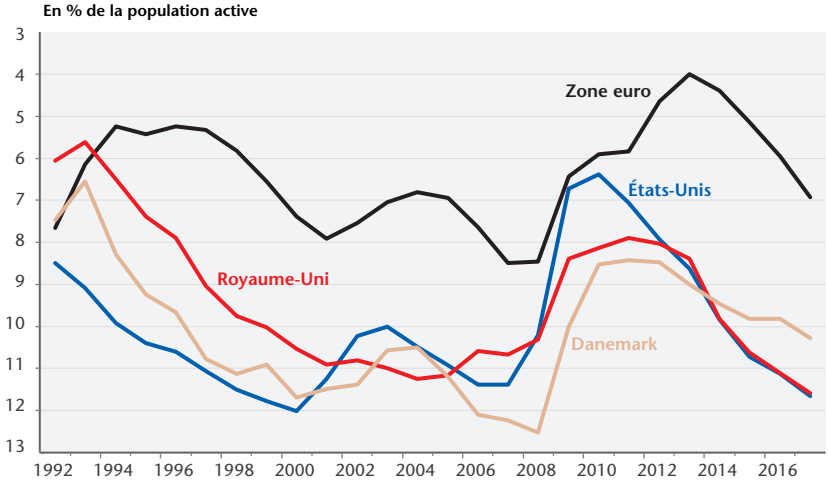
1) La part des personnes occupées à temps partiel en Allemagne est supérieure de 10 points à celle observée en Espagne ;
2) Le temps partiel subi en Italie est supérieur de 9 points à celui de l'Allemagne ;
3) Le nombre total d'heures travaillées a décru trois fois plus vite en Allemagne qu'en France entre 2007 et 2017 ;
4) La population active a augmenté de près de 2,7 % en France depuis la crise alors qu'elle n'a augmenté que de 0,8 % en Allemagne et baissé de 3 % en Espagne ;
5) À ces effets de structure s'ajoute l'évolution des coûts salariaux unitaires au sein de la zone euro. On observe deux périodes : une forte divergence jusqu'en 2008, suivie d'une convergence lente depuis, l'Allemagne gardant des coûts salariaux unitaires encore faibles par rapport à la moyenne de la zone euro. L'Italie, elle, ne montre pas de signes d'une convergence.

Cet article conclut donc à la nécessité d'analyser la structure du marché du travail aussi bien que l'évolution des salaires.

Mots clés : taux d'emploi, taux de chômage, productivité du travail, durée du travail.

Si on mesure la situation du marché du travail à l'aune du taux de chômage alors il ne fait aucun doute que la zone euro est depuis plus de 20 ans « le mauvais élève » des pays développés. Au début des années 1990, le taux de chômage en zone euro se situait à un niveau comparable, voire inférieur dans certains cas, à celui enregistré dans les pays anglo-saxons ou scandinaves. Au début des années 2000 ces derniers ont atteint une situation de quasi-plein emploi tandis que la zone euro s'enlisait dans un chômage de masse. En 2017, dix ans après le début de la crise, l'écart persiste. Le taux de chômage reste plus élevé en zone euro, à un niveau deux fois plus important que celui enregistré dans les pays anglo-saxons (États-Unis, Royaume-Uni), plus de 3 points au-dessus du Danemark, pays illustrant ici le modèle scandinave de « flexisécurité » (graphique 1).

Graphique 1. Taux de chômage au sens de BIT au cours de 25 dernières années



Source : OCDE.

Existe-t-il une fatalité du chômage en Europe, une impuissance des politiques économiques à lutter contre ce fléau ? Doit-on choisir entre un modèle anglo-saxon prônant une plus grande flexibilité du marché du travail ou celui plus équilibré de la « flexisécurité » pour sortir de cette situation de chômage de masse ? Ou ce dernier n'est-il que le résultat de choix de politique économique peu judicieux ? Par ailleurs, ce mal touche-t-il l'ensemble des pays de la zone ? Observe-t-on une convergence de taux de chômage au sein des pays européens ? Existe-t-il une face cachée au plein emploi dans les pays qui y sont aujourd'hui ?

Nous tenterons ici d'apporter un début de réponse à cette série de questions.

1. Quelles réactions des différents marchés du travail à la croissance économique ?

Le niveau du chômage, à l'instar de son taux, évolue de manière cyclique en suivant largement les fluctuations de l'activité générale. Une première explication à la moins bonne performance européenne pourrait alors provenir d'une plus faible incidence de la croissance sur l'amélioration du taux de chômage en Europe par rapport à celle observée dans les pays anglo-saxons ou scandinaves. Une deuxième explication à cet écart pourrait émaner d'une plus forte croissance économique nécessaire à la stabilisation du taux de chômage en zone euro.

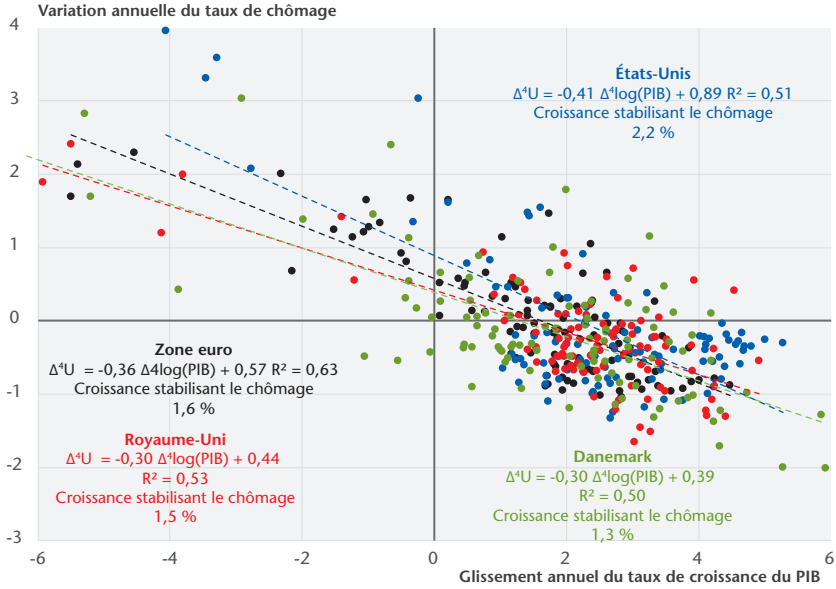
D'une estimation rapide de ces deux effets au cours des 26 dernières années sur données trimestrielles (1992t1-2017t4), il ressort une certaine homogénéité des résultats pour les différents pays étudiés et une confirmation de la forte corrélation du chômage à l'activité : d'une part, la semi-élasticité du taux de chômage au PIB en zone euro est très proche de -0,4, valeur comparable à celle estimée pour les autres pays (-0.4 pour les États-Unis et -0,3 pour le Royaume-Uni et le Danemark, graphique 2). Ce premier résultat laisse à penser qu'il n'y aurait pas de spécificité de la zone euro quant à la réaction du taux de chômage à l'amélioration de l'activité économique : quel que soit le type de modèle du marché du travail, une hausse de 1% du PIB permettrait une baisse de 0,3/0,4 point du taux de chômage. Par ailleurs, d'après cette même analyse, résumée dans le graphique 2, la croissance qui stabilise le taux de chômage en zone euro est, en moyenne depuis 25 ans, de 1,6 %, niveau très légèrement supérieur à celui estimé pour le Danemark (1,3 %) mais comparable à celui estimée pour le Royaume-Uni (1,5 %) et très inférieur à celui pour les États-Unis (2,2 %).

Ainsi, faire baisser le taux de chômage en zone euro ne nécessite pas plus de croissance économique qu'ailleurs et le marché du travail européen ne semble ni réagir différemment aux variations de l'activité, ni se distinguer sur ce point de celui des pays développés qui ont été avant la crise, et sont de nouveau aujourd'hui, au plein emploi.

Cette idée est renforcée par une analyse plus approfondie basée sur l'estimation d'équations de demande de travail réalisées à l'aide d'un

Graphique 2. Lien entre la variation du taux de chômage et le taux de croissance du PIB

En % de la population active – Période : 1992t1-2017t4



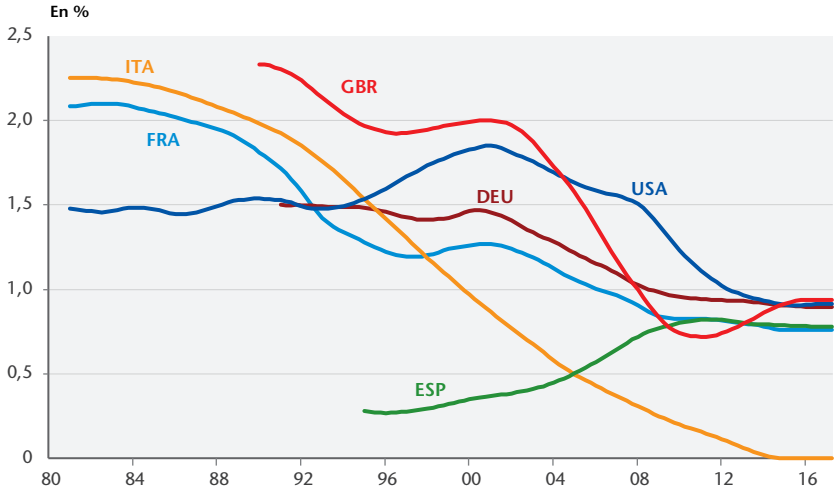
Sources : OCDE, calculs des auteurs.

filtre de Kalman pour six grands pays (Allemagne, France, Italie, Espagne, Royaume-Uni et États-Unis), dont la méthodologie est détaillée dans Ducoudré et Heyer (2017). Leurs résultats, résumés en annexe et par le graphique 3, confirment le ralentissement des gains tendanciels de productivité pour tous les pays étudiés[1] et mettent en avant l'existence d'une convergence des taux de croissance annuels de la productivité tendancielle vers des valeurs comprises entre 0,8 % et 1 % pour l'ensemble de ces pays, à l'exception toutefois de l'Italie (graphique 3).

Autre enseignement de ces résultats, il apparaît également une relative homogénéité de l'élasticité de l'emploi à son coût pour l'ensemble des pays étudiés : à l'exception de l'Italie, ici aussi, dont l'élasticité s'élève à -0,5, les cinq autres pays ont une élasticité proche, comprise entre -0,2 et -0,3.

1. Le lecteur intéressé par une revue de littérature récente sur ce sujet pourra se référer à Bergeaud *et al.* (2016) ou Crafts et O'Rourke (2013).

Graphique 3. Gains tendanciels de productivité horaire



Note : gains tendanciels de productivité horaire en rythme annuel.
Source : Ducoudré et Heyer (2017).

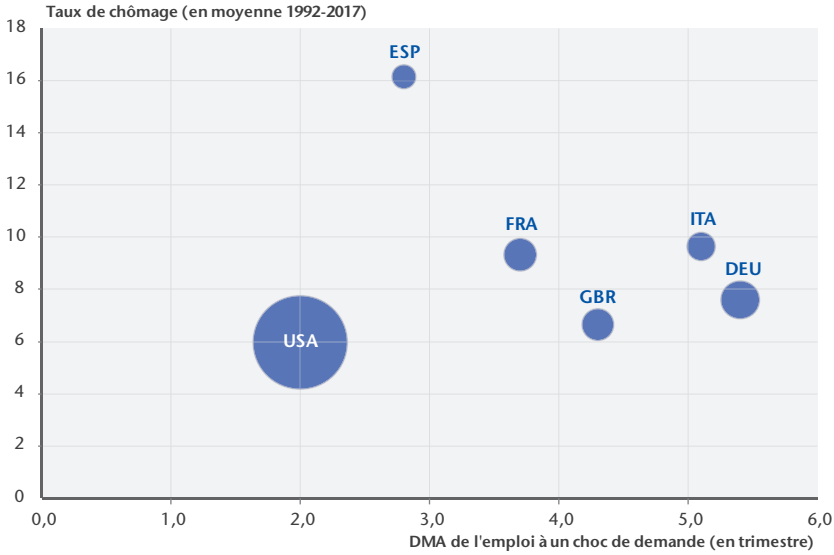
À partir de ces mêmes estimations, il est possible de calculer un délai moyen d'ajustements (DMA) de l'emploi à un choc de demande sur l'activité pour chacun des 6 grands pays. Ce DMA, qui est une mesure du degré de réactivité du marché du travail à l'activité, permet de hiérarchiser la flexibilité dans les différents pays.

Les résultats obtenus sont proches de ceux estimés par Cochard *et al.* (2010) : les marchés du travail américain et espagnol seraient les plus réactifs avec un DMA de 2 trimestres à la suite d'un choc de demande. Le marché du travail français connaît, quant à lui, un DMA inférieur à 4 trimestres (3,7), ce qui le rend légèrement plus réactif que le britannique (4,3 trimestres). Viennent ensuite l'Italie et l'Allemagne avec un DMA élevé, supérieur à 5 trimestres. Mais si des différences existent en matière de réactivité du marché du travail, celles-ci ne permettent pas d'expliquer les divergences en matière de taux de chômage observées dans les différents pays : comme l'illustre le graphique 4, le lien entre les performances en matière de chômage ne paraît pas être corrélé à la réactivité du marché du travail.

À première vue, il semble donc difficile d'imputer les moins bonnes performances européennes en matière de chômage aux caractéristiques structurelles de son marché du travail ou à la croissance économique. Dans le détail, une partie de la hausse du chômage observé après la crise économique est néanmoins à même d'émaner

d'une insuffisance de l'activité, notamment au travers de sa composante keynésienne.

Graphique 4. Taux de chômage et flexibilité du marché du travail



Notes : la taille des bulles est fonction du PIB du pays
Sources : Comptabilités nationales, Ducoudré et Heyer (2017).

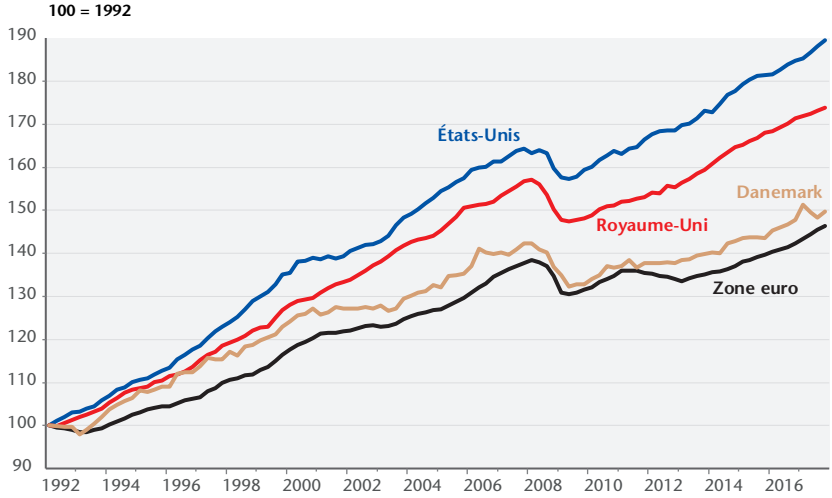
2. Des évolutions du chômage fortement corrélées à la croissance économique : les erreurs de gouvernance en zone euro

Si le chômage s'est développé en zone euro depuis plus d'un quart de siècle et s'est maintenu au-delà de 9,5 % en moyenne sur cette période, cela n'a pas empêché des baisses temporaires au cours des années 1998-2001, 2005-2007 et depuis 2013, qui ont coïncidé avec des périodes de reprise de l'activité, notamment dans un contexte de taux d'intérêt bas. Au cours de la sous-période de croissance précédant la crise, le taux de chômage a même connu un plus bas historique en atteignant 7,5 % de la population active, son plus bas niveau observé sur les 26 dernières années. Depuis 2014, le taux de chômage baisse rapidement, de près de 3 points en 4 ans, sans occasionner d'accélération importante des salaires. Il est donc possible de faire baisser significativement le chômage sans tension inflationniste dans le cadre juridique des pays de la zone euro : le chômage de masse ne serait pas

une fatalité européenne. Les mauvaises performances en matière de chômage ne seraient alors que le reflet des piètres performances économiques de la zone depuis 26 ans (graphique 5). Au cours de cette période, la croissance annuelle moyenne du PIB a été de 1,5 % en zone euro contre 1,7 % au Danemark, 2,1 % au Royaume-Uni et 2,5 % aux États-Unis.

La présence d'écart de taux de chômage entre la zone euro et les autres pays est dans ces conditions tout sauf une surprise et s'explique en partie par une composante keynésienne, due à une insuffisance de la demande.

Graphique 5. Évolution comparée du PIB depuis 25 ans



Sources : OCDE, calculs des auteurs.

Cette insuffisance de la demande tient notamment à l'étouffement rapide de la reprise qui s'était amorcée dans le courant de l'année 2009 et que les politiques mises en place en Europe ont interrompu début 2011. En effet, depuis cette date, l'orientation des politiques macroéconomiques en zone euro, que ces dernières soient budgétaires, monétaires ou de change, s'est distinguée de celle observée ailleurs dans les zones développées et explique une partie du retard de performance économique de la zone euro. Car avant cela, entre 2008 et le début de 2011, l'économie européenne avait plutôt bien résisté si on la compare à celle de ses principaux partenaires. La récession y a été moins forte qu'au Royaume-Uni ou qu'au Danemark. Au début de

l'année 2011, la zone euro accusait un retard d'activité de 1,8 point de PIB contre 3,3 points au Royaume-Uni et 3,6 points au Danemark.

La cassure apparue au sein des grands pays industrialisés entre 2008 et 2011 a donc laissé la zone euro dans le groupe qui a le mieux résisté aux violentes turbulences provoquées par la crise financière. La première moitié de 2011 a brutalement interrompu le processus de reprise quand l'économie européenne, sous l'effet dominant du basculement de ses politiques budgétaires vers l'austérité, est entrée dans une phase de quasi-stagnation dont elle peine à sortir. L'austérité outre-Atlantique a été moins virulente qu'en Europe et l'économie américaine a surtout bénéficié d'une politique monétaire très agressive, s'appuyant notamment sur des leviers non conventionnels et un dollar très compétitif. Le Royaume-Uni, où pourtant l'austérité a été aussi marquée qu'en Europe de 2010 à 2013, a conduit une politique monétaire d'accompagnement autonome, à la différence des autres pays de la zone euro, a pu préserver un sentier d'expansion positif qui s'est même accentué depuis 2013. Au final, le Royaume-Uni affiche un niveau du PIB 10 points au-dessus de son niveau d'avant-crise contre moins de 6 points en moyenne en zone euro.

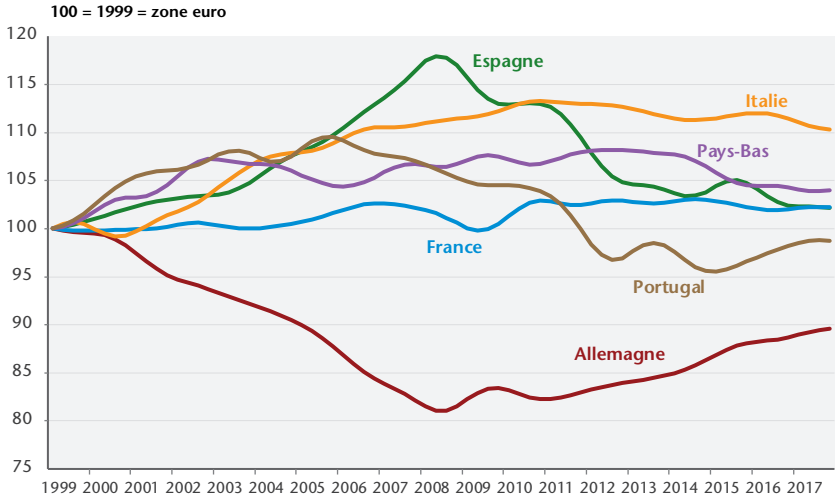
En résumé, les politiques macroéconomiques ont pesé sur la croissance européenne et sont responsables d'une partie de la hausse du chômage observée depuis 2011 : cette politique a exercé des effets d'autant plus récessifs qu'elle a été appliquée alors que l'économie portait encore les stigmates de la récession, notamment un niveau d'un chômage élevé, et que l'écart de production, toujours fortement négatif, témoignait de la persistance d'une situation de bas de cycle dans laquelle les multiplicateurs budgétaires et fiscaux sont élevés[2].

Face à ce choc macroéconomique, les pays européens, du Sud principalement, se sont lancés dans une stratégie de « dévaluation compétitive » à l'image de celle menée en Allemagne fin des années 1990-début des années 2000.

Ainsi, comme l'illustre le graphique 6, deux périodes dans l'évolution au sein de la zone euro des coûts salariaux unitaires (CSU) – rapportant les coûts salariaux au niveau de la productivité horaire du travail – doivent être distinguées. Au cours de la décennie d'avant-crise, l'Allemagne s'est lancée dans une stratégie de désinflation compétitive

2. Pour une revue de la littérature sur la valeur des multiplicateurs, voir Creel, Heyer et Plane (2011), Heyer (2012) ou Blot *et al.* (2014).

Graphique 6. Coûts salariaux unitaires relatifs à la zone euro



Source : Eurostat.

qui lui a permis de gagner sur l'ensemble des pays de la zone euro en termes de « compétitivité coût du travail ». Les CSU français ont eu une évolution très proche de celle de la moyenne des pays partenaires de la zone euro. Cependant, cette évolution moyenne masque de fortes disparités : si l'évolution de ses CSU s'est améliorée face à un grand nombre de ses partenaires, la France a toutefois connu une perte de compétitivité-coût importante par rapport à son principal concurrent, l'Allemagne, dépassant les 20 % en 2007 (OFCE, 2006 et Dustmann *et al.*, 2014).

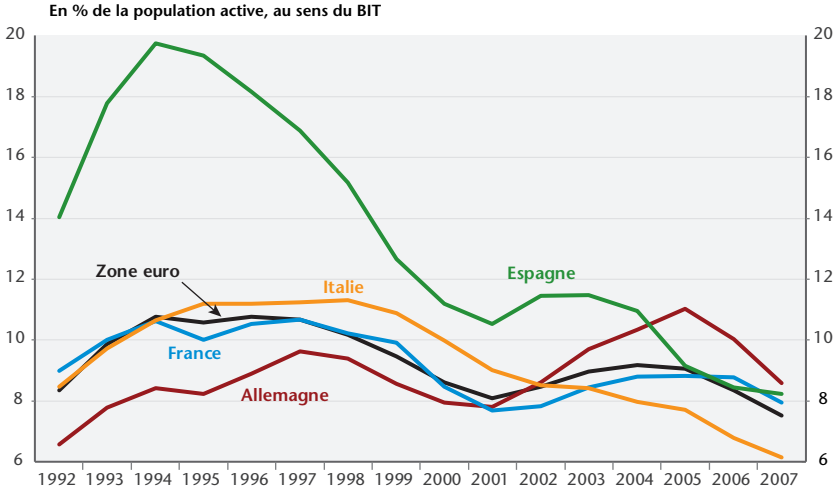
La grande crise de 2008 a modifié les stratégies des pays au sein de la zone euro. Dans cette seconde sous période, l'évolution des CSU en France est, là encore, restée proche de celle observée en moyenne dans les pays partenaires de la zone euro. Mais là-aussi cette moyenne est trompeuse : si l'Allemagne semble avoir stoppé sa stratégie de désinflation compétitive, l'Espagne et le Portugal s'y sont engagés, contraints ou forcés, depuis, gagnant en dix ans entre 10 et 16 % par rapport au CSU moyen de la zone euro.

À l'aide d'un modèle quantitatif de commerce international, Ragot et Le Moigne (2015) estiment que la modération salariale allemande explique environ 2 points de pourcentage du taux de chômage français en niveau.

3. Une divergence des taux de chômage au sein de la zone euro depuis la crise

Au cours des 15 années qui ont précédé la crise de 2008, une certaine convergence des taux de chômage dans les principaux pays de la zone euro s'est opérée, l'écart type passant de plus de 3 points en 1992 à 1,1 point en 2007. Cette convergence doit beaucoup à l'Espagne qui a vu son taux de chômage s'infléchir rapidement pour s'établir à 8,2 % en 2007 alors qu'il s'élevait à plus de 14 % de la population active quinze ans auparavant. Parmi les grands pays de la zone euro, notons que la France est restée l'« élève moyen » de la zone tout au long de cette période, enregistrant une légère baisse de son taux de chômage (-1 point). De son côté, l'Allemagne est le seul grand pays de la zone euro à avoir connu une hausse de son taux de chômage au cours de cette période d'avant-crise, celui-ci passant de 6,6 % à 8,8 % de la population active en 2007, taux supérieur à celui observé en moyenne dans la zone euro (7,5 %). Enfin, en s'établissant à près de 6 % de sa population active en 2017, le taux de chômage italien se situait à un niveau qu'il n'avait plus atteint depuis le début des années 1980 (graphique 7).

Graphique 7. Évolution du taux de chômage dans les principaux pays européens avant la crise



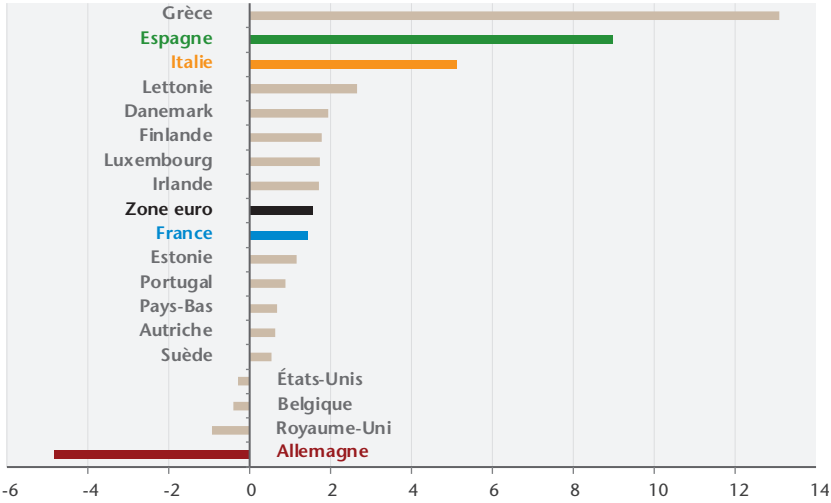
Source : OCDE.

Depuis la Grande Récession de 2008, cette apparente convergence s'est interrompue et a laissé place à une importante divergence

(graphique 8). L'écart type de taux de chômage au sein des grands pays de la zone euro a atteint près de 9 points en 2013 et se situe à 5,6 points en 2017. De plus, la hiérarchie s'est inversée au sein des grands pays de la zone : l'Espagne, qui avait connu la plus forte baisse de son taux de chômage au cours de la période d'avant-crise, est le pays qui a enregistré la plus importante hausse du chômage depuis, dépassant les 26 % de sa population active en 2013, et s'élevant en 2017 à plus de 17 % soit plus de 8 points au-delà la moyenne de la zone euro. L'Italie a également connu une augmentation conséquente de son taux de chômage avec une hausse de plus 5 points, la situant dans une situation plus dégradée que la moyenne de ses partenaires européens. Enfin, l'Allemagne, « élève malade » de l'Europe de la décennie d'avant-crise, est le pays qui a connu la plus forte baisse du chômage depuis.

Graphique 8. Évolution du taux de chômage dans les principaux pays européens depuis la crise

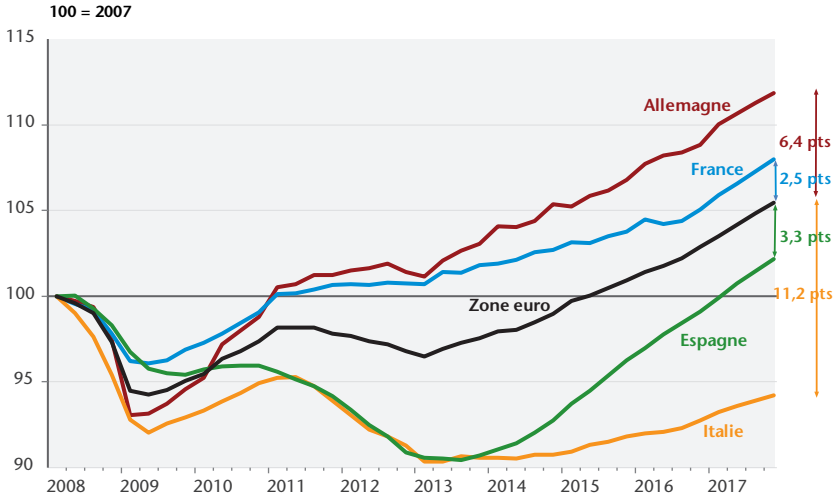
En % de la population active, au sens du BIT



Source : OCDE.

Bien entendu, et faisant écho à l'analyse menée plus haut sur l'ensemble de la zone euro, il apparaît que ces divergences au sein des pays européens en matière de chômage sont le miroir de l'hétérogénéité des évolutions des CSU et des performances économiques observées au cours de la crise (graphique 9).

Graphique 9. Évolution comparée du PIB en zone euro depuis la crise



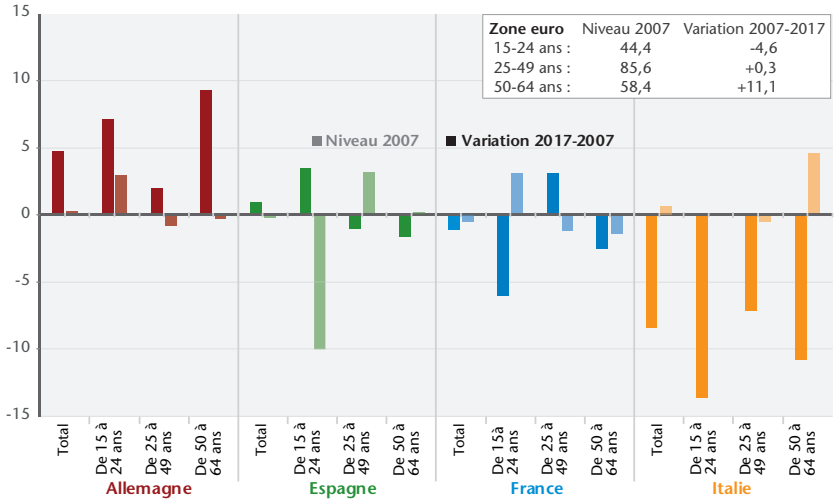
Sources : Comptabilités nationales.

Par ailleurs, la hausse du chômage en zone euro qui a suivi la double récession de 2008-2009 et 2011-2012 a été entretenue par la hausse des taux d'activité dans la plupart des pays européens. En zone euro, le taux d'activité a progressé de 2,3 points entre 2007 et 2017 (graphique 10). Cette hausse a touché principalement les travailleurs âgés de plus de 50 ans, conséquence directe des réformes des systèmes de retraite visant à allonger la durée de carrière des individus et à repousser l'âge de départ à la retraite. Depuis le début de la crise, le taux d'activité des 50-64 ans a augmenté de 11 points alors que celui des moins de 25 ans se réduisait de 4,6 points.

En Allemagne, où le taux d'activité des plus de 50 ans était déjà, en 2007, très supérieur à la moyenne de la zone euro, le taux d'activité des séniors a également augmenté de 11 points. En France, sous l'effet des réformes engagées du système des retraites, le taux d'activité des seniors a cru de 9,7 points. En Espagne, ce dernier a augmenté autant qu'en zone euro (+11,1 points) et le taux d'activité des 15-25 ans s'est réduit de 10 points. En Italie, où le taux d'activité des plus de 50 ans était avant la crise très inférieur au niveau de la zone euro (47 % contre 58 %), celui-ci a augmenté de 15,6 points[3].

3. Voir Benoît Mojon, Xavier Ragot, « The labor supply of baby boomers and low flation », *Sciences Po-OFCE Working Paper*, n° 9, 2018-01.

Graphique 10. Niveau de 2007 (couleur foncée) et variation 2007-2017 (couleur claire) du taux d'activité par âge, en relatif à la moyenne de la zone euro depuis la crise



Source : Eurostat, calculs des auteurs.

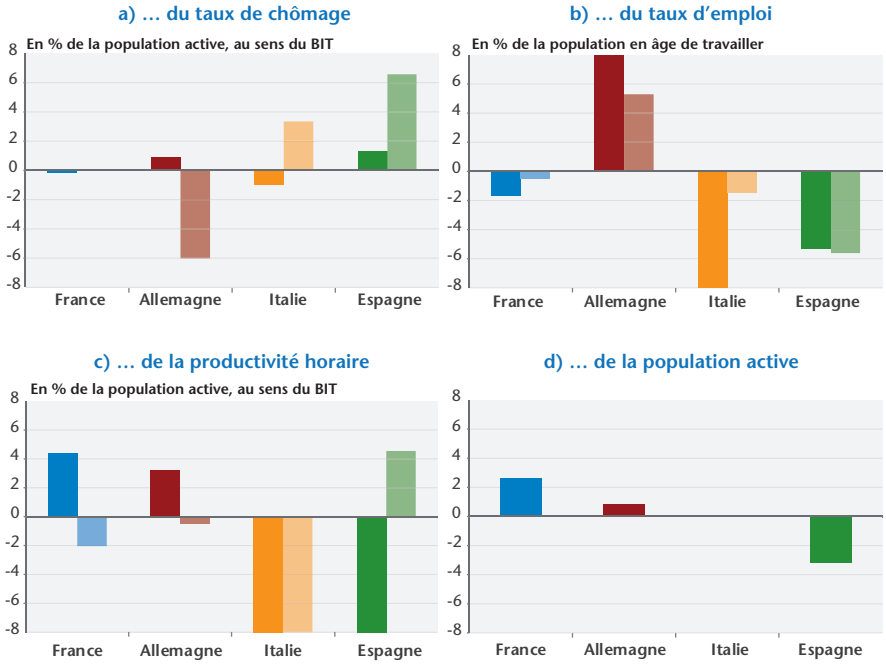
Cette lecture des performances en matière de chômage doit également être enrichie de l'analyse de l'évolution d'autres critères qui peuvent l'influencer comme celle de la population active, de la productivité du travail et du taux d'emploi. En effet, ces éléments constituent certes un gage de solidité de la croissance structurelle des économies dans les années à venir mais amplifient et compliquent les évolutions à court et moyen terme sur le marché du travail et ce tout particulièrement dans un environnement de crise économique.

Les graphiques 11(a, b, c, d) résument pour les grands pays européens et pour ces variables, le niveau de 2007 (couleur foncée) et les variations observées depuis la crise (couleur claire) en écart à celles observées en moyenne dans la zone euro.

Comme nous venons de le voir, la France a connu des performances en termes de chômage très proches de celles enregistrées en moyenne dans la zone euro depuis la crise (graphique 11a). Mais cette performance très médiocre doit être toutefois relativisée car elle a été obtenue dans un contexte de dynamisme plus marqué qu'ailleurs de sa population active (graphique 1d) et avec un niveau de productivité horaire des travailleurs plus important que celui de ses voisins européens (graphique 11c).

En revanche, l'Espagne et l'Italie ont connu une plus forte dégradation de leur taux de chômage alors que celle-ci a été pourtant modérée à la fois par une baisse du taux d'emploi, quand celui-ci croissait de 0,9 point en zone euro, mais aussi par une forte chute de la productivité en Italie et une baisse de la population active en Espagne alors que la population active en zone euro augmentait de 2,3 points.

Graphique 11. Niveaux (en foncé) et variations (en clair) des indicateurs de l'emploi en écart à la moyenne de la zone euro



Note de lecture des graphiques : pour chaque graphique, la couleur foncée représente le niveau en 2007 de la variable pays en relatif à celui observé en moyenne en zone euro. La couleur claire représente, quant à elle, l'écart de variation de cette variable pays par rapport à celle enregistrée en moyenne dans la zone euro depuis 2007. Par exemple, pour le taux de chômage, en Italie, son niveau en 2007 était inférieur d'1 point à celui de la zone euro. En revanche le taux de chômage italien a augmenté de 3,3 points de plus que la moyenne des pays de la zone euro pendant la crise.
Source : OCDE.

Enfin, l'Allemagne a réussi à réduire très fortement son taux de chômage tout en augmentant plus fortement qu'ailleurs son taux d'emploi et avec une hausse de sa population active supérieure à celle observée en zone euro.

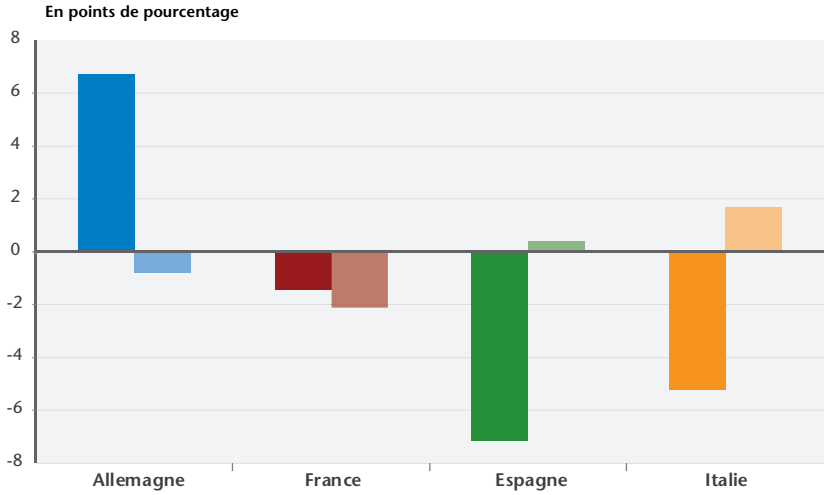
4. Des divergences de flexibilité interne

Dans le même temps, la plupart des pays européens ont, au cours de la crise, réduit plus ou moins fortement la durée effective de travail, *via* des dispositifs de chômage partiel, la réduction des heures supplémentaires ou le recours aux comptes épargne-temps, mais aussi *via* le développement du temps partiel (particulièrement en Italie et en Espagne), notamment le temps partiel subi.

Entre 2007 et 2017, alors que la zone euro créait 4,5 millions d'emplois à temps partiel, elle détruisait près de 3 millions d'emplois à temps plein. Néanmoins, une fois encore, les dynamiques au sein de la zone euro ont été diverses. Sur la période, quand l'Allemagne créait 1,6 million d'emploi à temps plein et 1,7 million d'emplois à temps partiel, l'Espagne détruisait 2,2 millions d'emplois à temps plein contre seulement 430 000 emplois supplémentaires à temps partiel. Au final, la part de l'emploi à temps partiel a cru de 2,8 points en zone euro pour atteindre 21,5 % en 2017.

En Allemagne, où le temps partiel était, avant la crise économique, bien plus développé qu'en zone euro, la part de ceux-ci chez les personnes occupées a moins augmenté qu'en zone euro mais a tout de même cru de 2 points entre 2007 et 2017 (graphique 12). En Italie, celle-ci a augmenté de 4,5 points et c'est en France que les temps

Graphique 12. Part et évolution de la part des personnes occupées à temps partiel, en écart à la zone euro

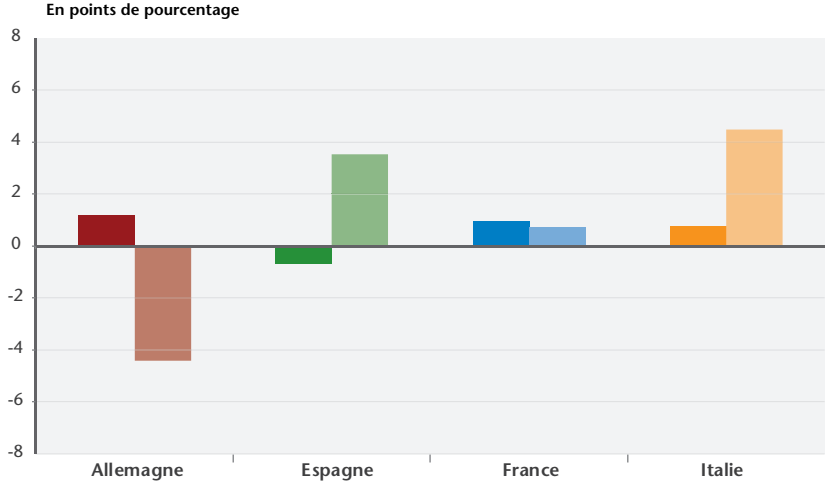


Source : Eurostat, calculs des auteurs.

partiels se sont le moins développés avec une augmentation inférieure de 2 points à celle observée en zone euro. En Espagne, la part des personnes occupées à temps partiel était, avant-crise, très inférieure à celle observée en zone euro (-7,2 points). Si elle a cru de 3,2 points entre 2007 et 2017, elle reste en 2017 très inférieure à celle de la zone euro (-6,8 points).

Au sein de ces temps partiels, les temps partiels subis, composante principale du sous-emploi, ont fortement cru. En 2017, ils atteignaient 6,2 % de l'emploi total en zone euro soit 1,7 point de plus qu'en 2007. Si l'Allemagne, du fait de l'amélioration de son marché du travail, est parvenue à réduire de façon importante la part des temps partiels subis (-2,7 points), la France et l'Italie ont connu une hausse de ces situations plus importante qu'en zone euro alors même que ces situations étaient déjà plus nombreuses qu'en zone euro avant la crise (graphique 13). Alors qu'elle connaissait, avant la crise, une proportion de personnes à temps partiel très inférieure à celle observée en zone euro, la part des personnes occupées à temps partiel subi était en Espagne comparable à celle de la zone euro. Autrement dit, les personnes à temps partiel subi étaient largement sur-représentées par rapport à la zone euro. Cet état de fait s'est développé avec la crise économique puisque les personnes en situation de temps partiel subi ont vu leur part croître plus rapidement en Espagne qu'en zone euro (+5,2 points contre 1,7 point en zone euro).

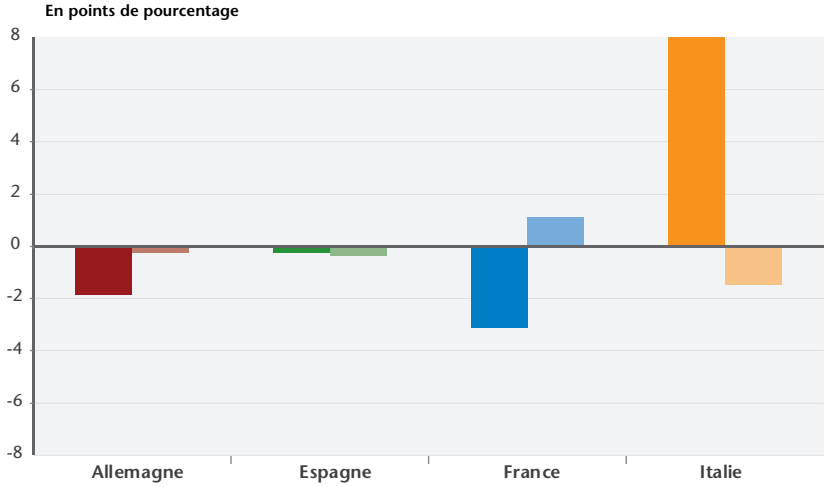
Graphique 13. Part et évolution des temps partiels subis, en écart à la zone euro



Sources : Eurostat, calculs des auteurs.

En plus d'occulter les dynamiques à l'œuvre sur le marché du travail, la définition stricte du chômage au sens du Bureau international du travail (BIT) ne prend pas en compte les situations à la marge du chômage. Ainsi les personnes souhaitant travailler mais considérées comme inactives au sens du BIT, soit parce qu'elles ne sont pas disponibles rapidement pour travailler (sous deux semaines), soit parce qu'elles ne recherchent pas activement un emploi, forment le « halo » du chômage. En zone euro, en 2007, cette population représentait 5,7 % de la population active (augmentée de la sous-population considérée). Cette part a cru de 0,7 point en 10 ans. En Allemagne, où celle-ci était légèrement sous-représentés en 2007 (4,8 % de la population active « augmentée », cette part a évolué dans des proportions comparables tout comme en Espagne. En France, elle a augmenté de 1,8 point. En Italie, cette part a légèrement diminué mais s'établissait à un niveau extrêmement élevé avant la crise (15,7 %) (graphique 14).

Graphique 14. Part et évolution du nombre de personnes souhaitant travailler mais considérées comme inactives, en écart à la zone euro



Sources : Eurostat, calculs des auteurs.

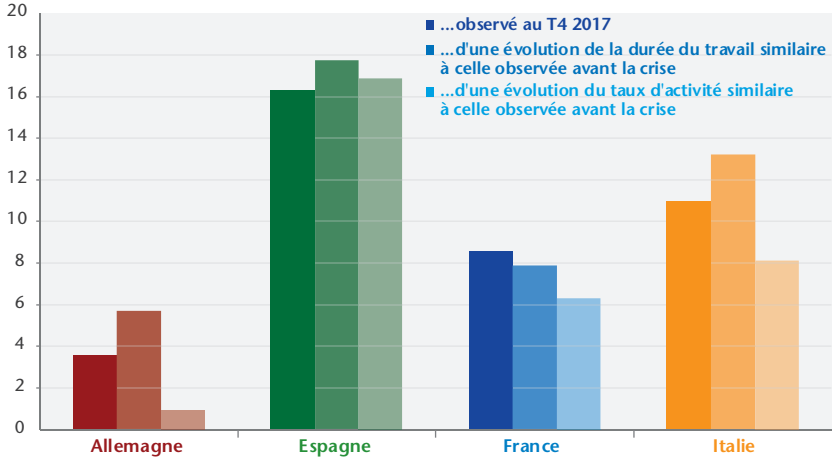
5. Le taux de chômage : un indicateur nécessaire mais non suffisant

Les pays de la zone euro ont connu une augmentation de leur population active (actifs occupés + chômeurs) plus importante que celle observée dans la population générale, du fait entre autres des

réformes des retraites menées. Mécaniquement, sans création d'emploi, ce dynamisme démographique a pour effet d'accroître le taux de chômage des pays concernés. En effet, sous l'hypothèse d'un niveau d'emploi constant, une hausse d'un point du taux d'activité entraîne une hausse du taux de chômage.

Ainsi, si le taux d'activité s'était maintenu à son niveau de 2007, le taux de chômage aurait été en 2017 inférieur de 2,3 points en France et de 3,1 points en Italie (graphique 15). L'Allemagne a connu depuis la crise une baisse importante de son chômage alors même que son taux d'activité croissait. À taux d'activité inchangé, le taux de chômage allemand serait de … 0,9 %. Bien évidemment, les évolutions des taux d'activité résultent également de facteurs démographiques plus structurels comme par exemple le vieillissement de la population. L'hypothèse d'un retour vers les taux de 2007 est donc arbitraire mais permet d'illustrer les évolutions à l'œuvre.

Graphique 15. Taux de chômage observé au T4 2017 et taux de chômage sous l'hypothèse …



Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

Concernant la durée du travail, les enseignements semblent bien différents. Sans ajustement par la durée du travail, le taux de chômage aurait été supérieur de 3,8 points en Allemagne et de 2,7 points en Italie. En France et en Espagne le temps de travail n'a que faiblement baissé depuis la crise. À durée du travail identique à celle de 2007, le taux de chômage y aurait été très légèrement supérieur. Notons que

les évolutions à la baisse de la durée du travail ont largement précédé la crise économique de 2007 (tableau 1). Si l'Allemagne a prolongé la dynamique à l'œuvre avant la crise et si l'Italie l'a largement accentuée, la France et l'Espagne ont continué à réduire leur durée du travail mais de façon moins marquée[4]. En France, la mesure de défiscalisation des heures supplémentaires en est une illustration (Heyer, 2017).

Tableau 1. Évolution du nombre d'heures travaillées avant et après la crise de 2007

En %

	Allemagne	Espagne	France	Italie
1997-2007	-5,3	-2,4	-4,0	-2,9
2007-2017	-5,4	-1,2	-1,6	-5,7

Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

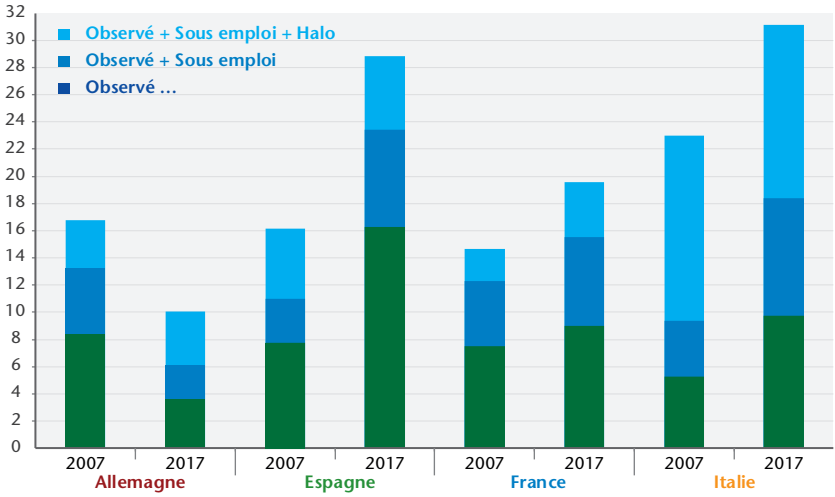
De façon similaire, il est possible d'intégrer aux évolutions décrites du taux de chômage, celles du sous-emploi et du halo mises en lumière précédemment (graphique 16). Augmenté de ces deux situations, le taux de chômage allemand s'établirait à 10 % en 2017, soit une baisse de plus de 6 points par rapport à 2017. *A contrario*, le taux de chômage « augmenté » de l'Espagne aurait cru de plus de 12 points pour dépasser en 2017 les 28% de la population active « augmentée du halo ». En Italie, le « halo » autour du chômage était en 2007 plus important que le chômage et le sous-emploi cumulés, signe de la nécessité de mieux prendre compte ces situations. Si au cours des 10 dernières années le taux de chômage au sens strict et le sous-emploi ont fortement cru (de respectivement 4,5 et 2 points), le « halo » a lui légèrement baissé. En 2017, le taux de chômage « augmenté » atteint en Italie 31 %, soit plus de 9 millions de personnes.

6. Conclusion

L'analyse de l'évolution du taux de chômage à l'échelle de la zone euro n'éclaire que très partiellement les dynamiques, pour certaines divergentes, à l'œuvre au sein de la zone. Si la zone euro apparaît depuis plus de 20 ans comme « le mauvais élève» des pays développés, elle n'est pas moins réactive à la reprise économique que ces parte-

4. La hausse de l'emploi des femmes et le développement du secteur des services au détriment de l'industrie constituent des facteurs explicatifs de la hausse du temps partiel et de la baisse de la durée du travail observées dans certains pays comme l'Espagne.

Graphique 16. Taux de chômage …



Sources : Eurostat, calculs des auteurs.

naires et les facteurs expliquant ses piètres performances en termes d'emploi semblent plutôt à chercher d'une part du côté d'une gouvernance économique inefficiente et d'autre part des divergences qui la traversent, elles-mêmes reflet de l'hétérogénéité des performances économiques observées au cours de la crise mais également les divergences de flexibilité interne entre pays de la zone.

La hausse des taux d'activité, notamment des seniors, entamée dans l'ensemble des grands pays de la zone euro, à des degrés plus ou moins importants, a alimenté la hausse du chômage dans les pays où le marché du travail se dégradait. Très clairement, les divergences entre pays de la zone euro apparaissent plus fortes encore après la crise économique. Celles-ci apparaissent en réalité quel que soit l'indicateur du marché du travail analysé. Par exemple, le développement du temps partiel et, plus globalement, la baisse de la durée du travail n'ont pas été homogènes au sein de la zone euro.

En plus d'occulter les profondes modifications du marché du travail, la définition stricte du chômage au sens du Bureau international du travail (BIT) ne prend pas en compte les situations à la marge du chômage. Une fois pris en compte, le « halo » du chômage et le sous-emploi, les divergences au sein de la zone euro sont encore une fois flagrantes et mettent en exergue la nécessité de mieux prendre en compte ces situations et ces dynamiques.

Références

Bergeaud A., G. Cette et R. Lecat, 2016, « Productivity Trends in Advanced Countries between 1890 and 2012 », *The Review of Income Wealth*, n° 62, pp. 420-444, https://doi.org/10.1111/roiw.12185.

Blot C., M. Cochard, J. Creel, B. Ducoudré, D. Schweisguth et X. Timbeau, 2014, « Fiscal Consolidation, Public Debt and Output Dynamics in the Euro Area: lessons from a simple model with time-varying fiscal multipliers », *Revue d'économie politique*, vol. 124.

Cochard M., É. Heyer et G. Cornilleau, 2011, « Les marchés du travail dans la crise », *Économie et Statistique*, n° 438-440.

Crafts N., K. H. O'Rourke, 2013, « Twentieth Century Growth », *CEPR Discussion Papers*.

Creel J., É. Heyer et M. Plane, 2011, « Petits précis de politique budgétaire par tous temps : les multiplicateurs budgétaires au cours du cycle », *Revue de l'OFCE*, 116, pp. 61-88, janvier.

Ducoudré B. et É. Heyer, 2017, « Quel nouveau sentier de croissance de la productivité du travail ? Une analyse pour six grands pays développés », *Revue de l'OFCE*, 152, pp. 233-258, octobre.

Dustmann C., 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. 167-88.

Heyer É., 2012, « Une revue récente de la littérature sur les multiplicateurs budgétaires : la taille compte ! », *Blog de l'OFCE*, novembre.

Heyer É., 2017, « Quel impact doit-on attendre de l'exonération des heures supplémentaires ? », *OFCE Policy brief*, n° 23, juillet.

OFCE (Département analyse et prévision), 2006, « Le coût d'outre-Rhin », *Revue de l'OFCE*, n° 97, pp. 33-90, avril.

Mojon B., X. Ragot, 2018, « The labor supply of baby-boomers and low-flation », *Sciences Po-OFCE Working paper*, n° 9, 2018-01.

Ragot X. et M. Le Moigne, 2015, « France et Allemagne : une histoire du désajustement européen », *Revue de l'OFCE*, n° 142, pp. 177-231. septembre.

ANNEXE. Résultats – équations de demande de travail

	DEU	FRA	ITA	ESP	GBR	USA
Période d'estimation	**1991-2016**	**1981-2015**	**1982-2016**	**1995-2016**	**1990-2016**	**1981-2016**
Force de rappel						
	-0,16 (-4,18)	-0,12 (-5,62)	-0,16 (-4,72)	-0,36 (-4,46)	-0,20 (-4,95)	-0,30 (-7,91)
Élasticités de long terme						
β_1 – **Coût du travail**	0,33** (1,66)	0,24** (1,85)	0,52* (2,12)	0,31* (2,40)	0,18* (2,13)	0,18* (2,10)
β_2 – **Durée du travail**	0,47*** (1,195)	0,61* (2,21)	0,84*** (1,40)	0,28*** (1,42)	0,0 (c)	0,0 (c)
Dernière tendance estimée (%)	0,90	0,76	-0,01	0,78	0,94	0,91
Élasticités de court terme						
α_1 – **emploi retardé**	0 ns	0,39 (7,44)	0 ns	0 ns	0 ns	0,16* (-2,27)
α_2 – **valeur ajoutée**	0,13 (4,32)	0,17 (7,60)	0,19 (3,47)	0 ns	0,24 (4,16)	0,24 (6,71)
α_3 – **durée du travail**	-0,12** (-1,94)	-0,20 (-4,51)	-0,31 (-2,61)	-0,18 (-3,69)	-0,11** (-1,69)	0,11*** (1,37)
α_4 – **coût du travail**	-0,08 (2,60)	0 ns	-0,22 (5,10)	-0.09* (2,37)	0 ns	0 ns
Variances et tests						
σ^2_ε	$3,10^{-6}$	$8,10^{-7}$	$2,10^{-5}$	$5,10^{-6}$	$1,10^{-5}$	$3,10^{-6}$
$\sigma^2_{v_1} / \sigma^2_\varepsilon$	0,7 (c)	0,5 (c)	0,07 (c)	0,5 (c)	0,05 (c)	0,9 (c)
$\sigma^2_{v_2} / \sigma^2_\varepsilon$	0,0004 (c)	0,0007 (c)	0,000025 (c)	0,0005 (c)	0,0002 (c)	0,00145 (c)
Likelihood	442,89	692,69	511,10	354,61	404,90	617,08
Akaike	-8,17	-9,75	-7,24	-7,72	-7,39	-8,36
Schwarz	-7,92	-9,54	-7,07	-7,53	-7,24	-8,21
Hannan-Quinn	-8,07	-9,67	-7,17	-7,65	-7,33	-8,30

Note : Pour les États-Unis, l'estimation porte sur le PIB et l'emploi total du secteur marchand non agricole. Pour l'Espagne on retient l'emploi total sans distinguer salariés et non-salariés. z-stat des paramètres entre parenthèses. (c) : paramètre contraint ; (ns) : non significatif, variable exclue de l'estimation.
***, **, * : non significatif au seuil de 10 %, 5 %, 1 %.
Source : Ducoudré et Heyer (2017).

CONVERGENCE ET DIVERGENCE NOMINALES DANS LES PECO

Sandrine Levasseur
Sciences Po, OFCE

Dans cet article, nous nous intéressons à l'évolution des taux de change, des prix et des salaires dans les pays d'Europe centrale et orientale (PECO), membres de l'Union européenne (UE).

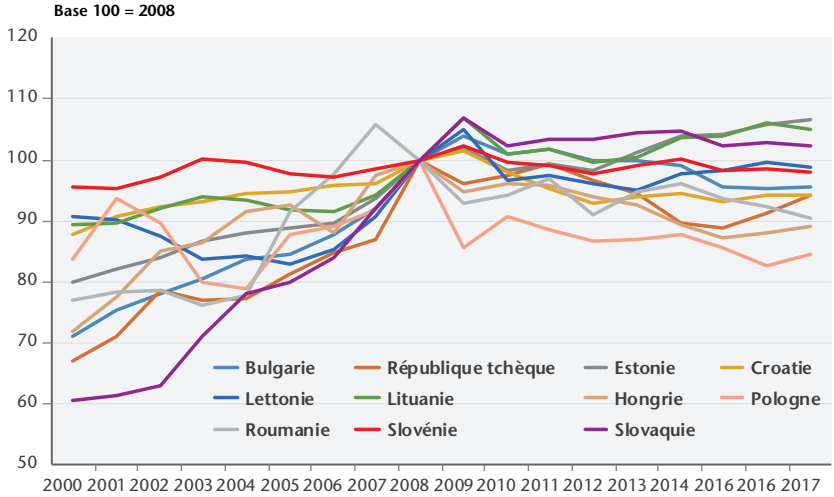
On observe dans ces pays des évolutions différentes entre le secteur de biens échangeables et celui des biens non échangeables. Ainsi :

1) Dans le secteur des biens échangeables, le différentiel de croissance entre la productivité et celle des salaires réels a été 12,8 % sur la période allant de 2004 à 2016. *A contrario*, dans le secteur des biens non-échangeables, c'est la croissance des salaires réels qui a surpassé celle de la productivité (de 3,5 % sur la période 2004-2016 et même de 6,2 % sur la période 2008-2016) ;
2) Du fait de ces évolutions, le taux de change réel (TCR) des PECO s'est apprécié entre 2004 et 2008, conformément à l'effet Balassa-Samuelson. En revanche, depuis 2008, le TCR a au mieux stagné (notamment, dans les PECO en changes fixes par rapport à l'euro) quand il ne s'est pas déprécié (comme en Pologne, Roumanie et Hongrie), invalidant cet effet. La différence d'évolution du TCR entre les deux périodes provient en grande partie de la modération salariale observée dans le secteur des biens échangeables ;
3) Les PECO en taux de changes flexibles par rapport à l'euro ont enregistré une dépréciation de 12 % de leur monnaie (en termes effectifs), essentiellement du fait d'une dépréciation nominale. À l'inverse, le TCR des PECO en taux de changes fixes par rapport à l'euro est resté constant depuis 2008 malgré une appréciation nominale. Ce résultat est essentiellement le fait d'une modération des prix et des salaires dans ces pays ;
4) Depuis 2008, les PECO en taux de changes fixes ont enregistré un taux de croissance inférieur de moitié à celui des PECO en taux de changes flexibles.

Mots clés : PECO, productivité, taux de change, salaires, prix, Balassa-Samuelson, euro.

Le taux de change réel (TCR) est une variable macro-économique importante puisqu'il contient des informations à la fois sur le taux de change nominal (TCN), les prix, la productivité et les salaires (Halpern et Wyplosz, 2001 ; European Commission, 2012). Or, la crise de 2008 a marqué un point de rupture dans l'évolution des TCR des pays d'Europe centrale et orientale (PECO) qui sont aussi parmi les pays les moins avancés de l'Union européenne (UE)[1]. Le graphique 1 illustre ce point de rupture à partir d'une mesure du TCR basée sur les indices de prix à la consommation vis-à-vis d'un grand nombre de partenaires commerciaux : tandis que la tendance était celle d'une appréciation du TCR jusqu'en 2008, depuis lors le TCR a stagné, voire s'est déprécié pour un grand nombre de PECO. L'évolution du TCR des PECO depuis 2008 est ainsi opposée aux prédictions de Balassa et Samuelson (BS) selon lesquelles le TCR d'une économie en rattrapage doit s'apprécier,

Graphique 1. Évolution des taux de change réels effectifs

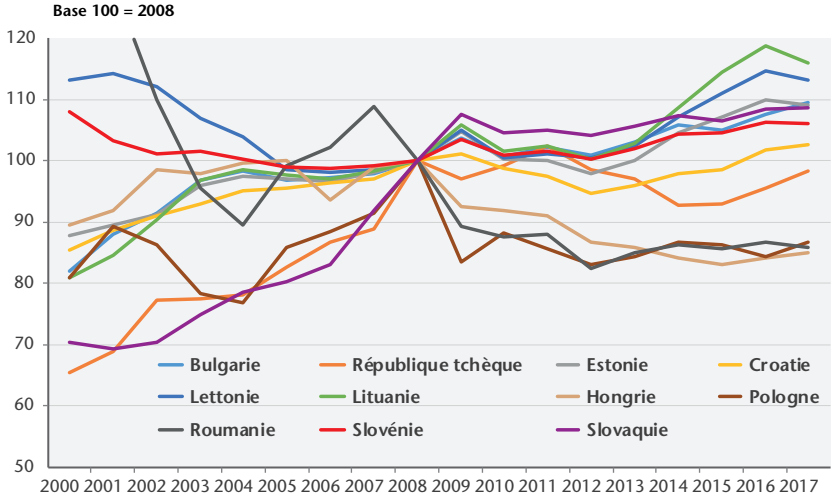


Note : Le taux de change réel effectif (TCRE) est calculé sur la base de l'indice des prix à la consommation des 42 partenaires commerciaux les plus importants. Les poids sont fonction de la part de chacun des partenaires dans les exportations. Une augmentation correspond à une appréciation du TCRE (une baisse correspond à une dépréciation du TCRE).
Sources : Eurostat ; calculs de l'auteur.

1. Un premier élargissement de l'UE vers des PECO anciennement socialistes a eu lieu en 2004, avec l'entrée des trois États baltes (Estonie, Lettonie et Lituanie), du groupe de Visegrad (Hongrie, Pologne, République tchèque et Slovaquie) et de la Slovénie. Le second élargissement, en 2007, a concerné la Bulgarie et la Roumanie. Enfin, la Croatie est devenue membre de l'UE en 2013.

compte tenu de la forte productivité dont elle bénéficie dans le secteur des biens échangeables. Certes, la dépréciation du TCR apparaît généralement plus forte pour certains PECO n'appartenant pas à la zone euro (Pologne, Hongrie, Roumanie) dont la monnaie s'est dépréciée en terme nominal effectif (graphique 2). Mais, il n'en demeure pas moins vrai que l'absence de tendance à l'appréciation du TCR des PECO constitue une énigme puisqu'elle devrait s'observer indépendamment du régime de change (Halpern et Wyplosz, 2001).

Graphique 2. Évolution des taux de change nominaux effectifs



Note : Le taux de change réel effectif (TCRE) est calculé sur la base de l'indice des prix à la consommation des 42 partenaires commerciaux les plus importants. Les poids sont fonction de la part de chacun des partenaires dans les exportations. Une augmentation correspond à une appréciation du TCRE (une baisse correspond à une dépréciation du TCRE).
Sources : Eurostat ; calculs de l'auteur.

Dans ce qui suit, nous présentons tout d'abord les présupposés théoriques de l'effet BS puis analysons empiriquement quelles étapes de l'effet BS ne sont pas vérifiées. Les sections suivantes discutent des implications en termes de politiques économiques, notamment au regard des évolutions salariales et des régimes de change des PECO.

1. L'effet Balassa-Samuelson

1.1. Les présupposés théoriques de l'effet Balassa-Samuelson

Le cadre théorique utilisé pour analyser l'appréciation du TCR inhérente au processus de rattrapage est l'effet Balassa-Samuelson (B-S). Le raisonnement est le suivant. Dans une économie en rattrapage qui s'intègre commercialement à des économies plus avancées, la croissance de la productivité est particulièrement forte dans les secteurs de biens échangeables (BE)[2]. Cela va se traduire par des hausses de salaires dans les secteurs de BE et par effet de contagion, du fait de la mobilité sectorielle supposée des travailleurs, par des hausses de salaires dans les secteurs de biens non échangeables (BNE) où la croissance de la productivité est faible[3]. Cela va donc conduire à une hausse des prix dans le secteur des BNE de façon à maintenir la profitabilité des entreprises tandis que le prix des BE va être déterminé sur les marchés internationaux (hypothèses d'entreprises *price takers*). Comme le même phénomène se produit aussi dans les économies avancées mais dans une bien moindre mesure puisque les gains de productivité dans les secteurs de BE y sont beaucoup plus faibles, il en résulte que :

— l'inflation dans une économie en rattrapage est nécessairement supérieure à celle d'une économie avancée (dès lors qu'il n'y a pas d'intervention visant à contrecarrer cela) ;

— le TCR d'un pays en rattrapage ne peut que s'apprécier. Cela est vrai que l'on utilise le ratio des indices de prix à la consommation ou celui des salaires exprimés en une même monnaie. Cela est vrai en changes fixes comme en changes flexibles (dès lors qu'il n'y a pas d'intervention visant à contrecarrer cela).

2. Les BE sont typiquement des biens manufacturés, lesquels sont supposés bénéficier fortement du progrès technologique. L'intégration commerciale des PECO à l'espace européen, outre les transferts de technologie, permet aussi l'exploitation des économies d'échelle et de gamme. D'où des gains de productivité qui sont supposés importants dans le secteur des BE.

3. Les BNE sont typiquement constitués des services (coiffure etc.) même si le caractère non échangeable d'un certain nombre d'entre eux est de plus en plus remis en cause (e.g. finance, comptabilité). Halpern et Wyplosz (2001) avancent que les BNE bénéficient aussi de l'intégration commerciale car ils peuvent être utilisés comme consommation intermédiaire pour produire les BE et, de ce fait, sont confrontés à une concurrence indirecte. En outre, beaucoup de services étant des biens supérieurs, l'augmentation du niveau de vie dans les économies en rattrapage va se traduire par une augmentation de la demande de services. Il y a donc aussi possibilité de réaliser des économies d'échelle et de gamme dans les secteurs de BNE. Cependant, leur ampleur ne doit pas être surestimée (Halpern et Wyplosz, 2001). D'où des gains de productivité qui sont supposés modestes dans le secteur des BNE.

1.2. Vérification des différentes étapes de l'effet Balassa-Samuelson

Nous considérons ici empiriquement les différentes étapes qui mènent à l'effet BS. Notamment, nous cherchons à vérifier :

Étape 1 : si la croissance de la productivité dans le secteur des BE est supérieure à celle observée dans le secteur des BNE ;

Étape 2 : si les salaires dans les secteurs de BNE et de BE évoluent de concert ;

Étape 3 : si la croissance des prix dans les secteurs de BNE est supérieure à celle observée dans les secteurs de BE.

À noter aussi que, à secteur donné, la croissance de la productivité dans les économies en rattrapage doit être supérieure à celle observée dans les économies avancées. Une même observation doit également tenir pour les salaires ainsi que pour les prix des BNE. En revanche, le prix des BE doit évoluer de concert dans les économies avancées et en rattrapage.

Dans ce qui suit, nous utilisons les données de l'OCDE qui présentent l'avantage de proposer des mesures de salaires, de productivité et de prix homogènes au niveau sectoriel. Cependant, la Bulgarie, la Croatie et la Roumanie ne sont pas couvertes. L'échantillon des PECO membres de l'UE est donc restreint à 8 d'entre eux (d'où l'acronyme PECO8), soient les PECO qui sont devenus membres de l'UE en 2004.

La productivité (apparente) du travail de même que les coûts salariaux sont calculés sur une base horaire afin de tenir compte des différences de temps de travail entre les pays. Les quantités produites sont basées sur la valeur ajoutée brute (VAB) tandis que les prix correspondent aux déflateurs de la VAB.

On considère que le secteur des BE est constitué des secteurs de biens manufacturés tandis que celui des BNE est constitué des secteurs de services marchands, à l'exception des services immobiliers.

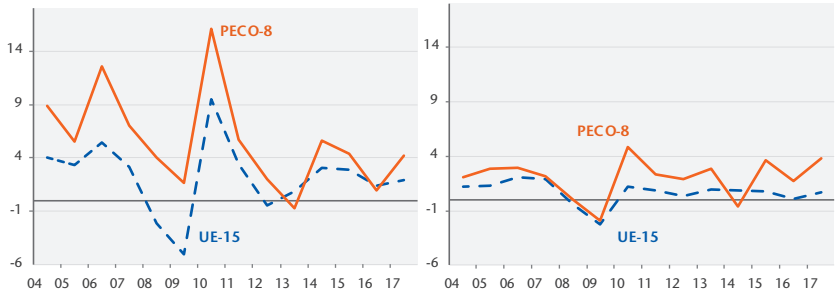
Pour calculer les agrégats PECO-8 dans chaque secteur, productivité horaire du travail et coût salarial horaire ont été pondérés par le total des heures travaillées dans le secteur des différents pays tandis que les prix ont été pondérés par la VAB sectorielle des pays. De la même manière, des agrégats UE-15 ont été construits pour les 15 plus anciens membres de l'UE, ceux-ci comprenant généralement des économies plus avancées que celles des PECO-8.

Les résultats sont les suivants :

1) À secteur donné, la croissance de la productivité est plus élevée dans les PECO-8 que dans l'UE-15, conformément au processus de rattrapage en cours (graphiques 3a et b) ;
2) La croissance de la productivité est clairement beaucoup plus élevée dans les secteurs de BE que dans ceux de BNE (graphiques 3a et b). Cela est particulièrement vrai dans les PECO-8 mais aussi dans l'UE-15, bien que dans une moindre mesure. Cela confirme donc l'étape 1 de l'effet BS ;

Graphique 3. Croissance de la productivité dans le secteur des biens manufacturés et des services dans l'UE-15 et les PECO-8

a. Secteur de biens manufacturés (BE) **b. Secteur des services (BNE)**

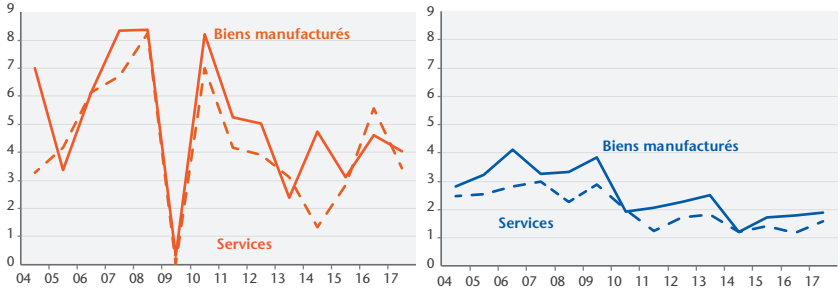


Sources : OCDE ; calculs de l'auteur.

3) À agrégat de pays donné, l'évolution des salaires dans les secteurs de BE est relativement corrélée à celle observée dans les secteurs de BNE (graphiques 4a et b), ce qui valide l'étape 2 de l'effet BS ;

Graphique 4. Croissance des salaires dans le secteur des biens manufacturés et des services dans l'UE-15 et les PECO-8

a. Dans les PECO-8 **b. Dans l'UE-15**



Sources : OCDE ; calculs de l'auteur.

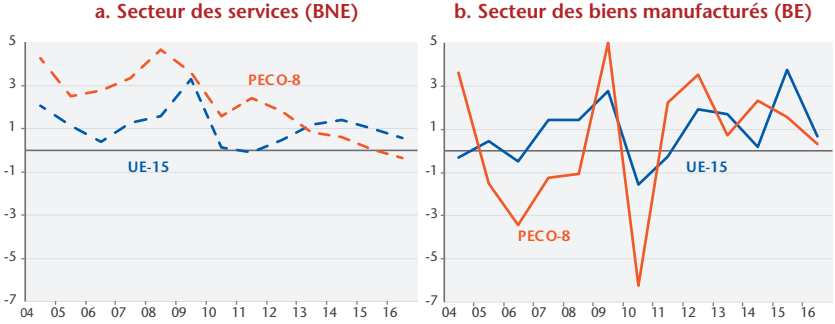
4) À partir de 2013, la croissance du prix des services dans les PECO-8 est devenue inférieure à celle observée dans l'UE-15, ce qui constitue une première anomalie (graphique 5a). L'année 2016 correspond même à une année de déflation dans le secteur des services des PECO ;

5) En moyenne sur la période, la croissance des prix des biens manufacturés dans les PECO8 a été légèrement inférieure à celle observée dans l'UE15 (graphique 5b), ne confortant qu'en partie l'idée d'une détermination mondiale du prix des biens manufacturés (2nde anomalie) ;

6) L'évolution des prix des services et celle des biens manufacturés apparaissent relativement peu connectées. La déconnection est même totale dans le cas des PECO-8. À partir de 2011-2012, les prix des services dans les PECO-8 croissent moins vite que ceux des biens manufacturés.

L'absence de vérification de l'effet BS depuis la survenue de la crise semble donc trouver ses racines dans le secteur des services, notamment dans les PECO-8 où la baisse des prix services a été importante et quasiment continue depuis 2008 jusqu'à se traduire par de la déflation en 2016 (graphique 5a). Cette baisse des prix dans le secteur des services, que l'on observe aussi dans l'UE15, mais dans une moindre mesure, peut avoir plusieurs facteurs explicatifs, non mutuellement exclusifs[4] :

Graphique 5. Croissance des prix dans le secteur des services et des biens manufacturés dans l'UE-15 et les PECO-8



Sources : OCDE ; calculs de l'auteur.

4. Sur les différents facteurs pouvant expliquer la non-opération de l'effet BS, voir par exemple Mihaljek et Klau (2008) ou Balaz (2010) ainsi que les références citées dans ces travaux.

— *Une baisse des taux de marge due à un accroissement de la concurrence*. Pour que ce facteur explicatif soit pertinent, il faut toutefois supposer que les pressions concurrentielles sont plus fortes à l'est qu'à l'ouest de l'Europe. Or, à notre connaissance, il n'existe pas d'éléments empiriques permettant d'étayer ce point ;

— *La réalisation d'économies d'échelle ou de gamme*. Ce type d'explication peut avoir une certaine pertinence dans les PECO où le développement économique se traduit par une demande accrue de services (Halpern et Wyplosz, 2001) ;

— *Des effets de structure*. Là encore, ce type d'explication peut avoir une certaine pertinence, les PECO8 et l'UE15 ne produisant pas nécessairement les mêmes biens et services du fait de leur différence de niveau de développement (Halpern et Wyplosz, 2001) ;

— *Des problèmes de mesure*, notamment de la qualité des biens, qui distordent les calculs des prix (Cincibuch et Podpiera, 2006) ;

— *Des évolutions de salaires en deçà de celle de la productivité*, ce qui permet aux entreprises de maintenir leur profitabilité tout en baissant leurs prix.

Pour apporter un élément de réponse, le tableau 1 synthétise le différentiel de croissance entre la productivité d'une heure de travail et son coût horaire réel selon les secteurs. Le résultat le plus frappant concerne certainement le secteur des services où, depuis 2008, la croissance des salaires réels a été supérieure à celle de la productivité non seulement dans l'UE-15 mais encore plus dans les PECO-8. À l'inverse, dans le secteur des biens manufacturés, on observe une croissance de la productivité supérieure à celle des salaires réels dans l'UE15 et encore plus dans les PECO 8.

Tableau 1. Différentiel de croissance entre productivité et salaires réels selon les secteurs (cumulé sur la période, en %)

	2004-2016	*dont*	2004-2007	2008-2016
Industrie manufacturière (secteurs des BE)				
UE-15	7,2		3,6	3,6
PECO-8	12,8		6,6	6,2
Services (secteurs des BNE)				
UE-15	-3,1		0,6	-3,7
PECO-8	-3,5		2,7	-6,2

Note : La productivité et les salaires nominaux sectoriels sont pondérés par le nombre d'heures travaillées totales des pays dans le secteur considéré. Les prix sectoriels sont pondérés par la VAB à prix courants des pays. Les salaires réels sectoriels sont donnés par les salaires nominaux déflatés par le prix de la VAB sectorielle.
Sources : OCDE; calculs de l'auteur.

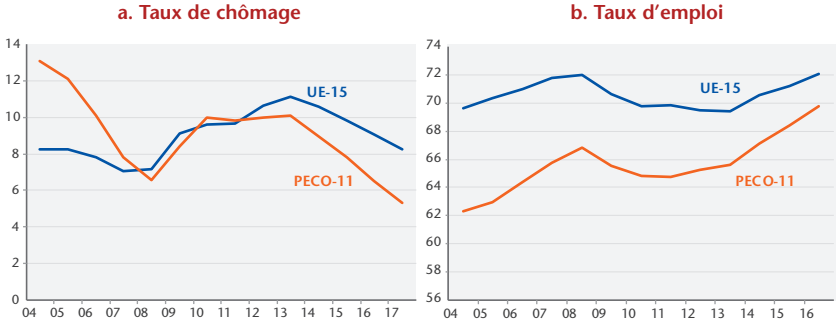
Le fait que les hausses de salaires ne se traduisent pas par des hausses de prix des services, constitue une « énigme » (Vejmělek *et al.*, 2018). La compression des taux de marge des entreprises qu'elles induisent n'est *a priori* pas soutenable. Elles devraient tôt ou tard se traduire par des hausses de prix dans le secteur des services, de façon à reconstituer les profits et à financer de nouveaux investissements moins intensifs en travail (Shearing, Jackson et Carson, 2018). De fait, un grand nombre de PECO font dorénavant face à des pénuries de main-d'œuvre, en raison de fortes migrations vers l'ouest de l'Europe. La population des PECO-11 en âge de travailler, soit la population âgée de 15 à 64 ans, a baissé de 6,2 millions de personnes depuis 2006 et 3,8 millions ont migré dans l'UE15 (tableau 2) attirés par des salaires ouest-européens plus élevés (voir aussi tableau 3). Le taux de chômage dans les PECO-11 est dorénavant en deçà de son niveau d'avant-crise, à 5,1 % à la fin 2017 (graphique 6a). En outre, le taux d'emploi dans les PECO-11 n'a jamais aussi élevé depuis leur passage à l'économie de marché, atteignant 70 % à la fin 2016 (graphique 6b).

Tableau 2. Variations du nombre de personnes selon leur statut au regard du marché du travail entre 2006 et 2017 dans l'UE-28, l'UE-15 et les PECO-11 par citoyenneté

	POP 15-64 ans	Chômeurs	Emplois	Inactifs
UE-28	-2 400 000	-900 000	9 400 000	-10 900 000
UE-15	3 800 000	1 800 000	7 200 000	-5 200 000
dont citoyens de l'UE-15	-3 300 000	1 100 000	2 900 000	-7 300 000
dont citoyens des PECO-11	3 800 000	300 000	2 800 000	700 000
dont non citoyens de l'UE-28	3 300 000	400 000	1 500 000	1 400 000
PECO-11	-6 200 000	-2 700 000	2 200 000	-5 700 000

Source : Eurostat ; calculs de l'auteur.

Graphique 6. Taux de chômage et taux d'emploi des 15-64 ans dans l'UE-15 et dans les PECO-11 (en %)



Sources : Eurostat ; calculs de l'auteur.

2. Évaluation des marges de manœuvre en matière de hausses des salaires

La modération salariale observée dans l'industrie manufacturière relativement à ce qu'aurait pu permettre les évolutions de la productivité (voir tableau 1) constitue un argument fort en faveur d'une hausse des salaires dans les PECO. Galgoczi (2017) avance que ce modèle de développement basé sur des compressions salariales (*low wage model*) a pour effet à terme d'enfermer les PECO dans un modèle de production à faible valeur ajoutée puisqu'il ne nécessite pas d'innover pour gagner en compétitivité hors prix. Il avance en outre que des hausses de salaires permettraient de soutenir la demande interne. Enfin, toujours selon lui, il n'y a pas lieu de craindre un reflux des IDE puisque les circuits de production Est/Ouest sont dorénavant bien établis. De ce fait, les multinationales originaires pour l'essentiel de l'ouest-européen n'auraient aucun bénéfice à se retirer d'une implantation à l'Est, y compris dans un contexte de salaires augmentés. Ajoutons à cela que des hausses de salaires dans les PECO pourraient aussi ralentir les migrations vers l'ouest de l'Europe, voire se traduire par des retours.

La crise économique a eu pour effet de freiner la progression de salaires en Europe, tout particulièrement dans les PECO (voir Levasseur, 2009, 2012 ; Galgoczi, 2017). Cela a été voulu en partie par les institutions internationales, notamment le FMI qui, dans le cadre de son assistance financière fournie à la Lettonie, la Roumanie et la Hongrie, a demandé aux pays bénéficiant de l'aide de recourir à la modération salariale. Plus généralement, l'ensemble des PECO s'est engagé dans une politique de compression des salaires. Dans certains PECO, par exemple les États baltes, ce frein à la progression des salaires était nécessaire dans les premiers temps de la crise afin de ne pas perdre en compétitivité internationale (Levasseur, 2009). Mais étonnamment, cette politique de compression salariale a perduré, y compris dans un contexte de reprise économique, de difficultés dans le recrutement liées aux migrations de main-d'œuvre vers l'ouest de l'Europe.

Afin d'évaluer les marges de manœuvre disponibles dans les PECO en matière de hausses des salaires, il convient de considérer les *niveaux* plutôt que les *variations* des salaires et de la productivité (tableau 3). Ainsi en 2016, dans le secteur manufacturier de l'UE-15, une heure de travail permettait de produire 55,4 € de VAB pour un coût de 30,9 €. En d'autres termes, un coût salarial de 100 € permettait de générer 179 € de VAB. Dans les PECO-8, ces 100 € de coût salarial permettaient de

générer 325 € de VAB, soit presque le double. Les marges de manœuvre en matière d'augmentation des salaires sont donc importantes, tout particulièrement dans les PECO et tout particulièrement dans les secteurs de BE. Notamment, cinq PECO de notre échantillon ont un ratio de productivité ajustée du coût du travail dans le secteur manufacturier supérieur voire très supérieur à 200 % : la République tchèque, la Slovaquie, la Lituanie mais aussi la Hongrie et surtout la Pologne. En revanche, pour l'Estonie, la Slovénie et la Lettonie, les marges de manœuvre semblent plus restreintes en matière d'augmentation des salaires et au risque de grever l'avantage compétitif par rapport à leurs comparses est-européens mais aussi ouest-européens.

Tableau 3. Productivité, coût du travail et productivité ajustée du coût du travail selon les secteurs

	Productivité apparente du travail *(en €, par heure)*		Coût du travail *(en €, par heure)*		Productivité du travail ajustée du coût du travail *(en %)*	
	2004	2016	2004	2016	2004	2016
Secteurs manufacturiers (secteur des BE)						
Rép. tchèque	11,1	19,9	5,3	9,3	209	214
Estonie	5,7	13,3	3,5	8,7	164	153
Hongrie	18,4	26,2	5,7	7,7	322	340
Lettonie	4,4	12,6	2,1	6,8	207	185
Pologne	13,6	24,9	3,0	5,5	455	453
Slovaquie	12,8	21,7	5,5	9,9	232	219
Slovénie	15,7	27,2	9,5	16	165	170
Lituanie	7,1	17,1	3,4	7,7	210	222
PECO-8	13,0	**23,3**	4,2	**7,2**	311	**325**
UE-15	38,5	**55,4**	23,1	**30,9**	166	**179**
Services marchands (secteur des BNE)						
Rép. tchèque	13,1	19,4	5,5	9,0	238	216
Estonie	10,4	19,1	4,9	10,3	212	185
Hongrie	10,3	12,6	5,9	7,0	175	180
Lettonie	7,4	14,9	2,9	8,4	255	177
Pologne	10,8	17,5	3,6	6,4	300	273
Slovaquie	15,0	19,8	6,0	9,1	250	218
Slovénie	18,3	26,6	10,8	15,9	169	167
Lituanie	9,2	17,3	3,5	8,2	263	211
PECO8	11,4	**17,4**	4,7	**7,6**	245	**229**
UE15	39,9	**46,3**	21,5	**26,4**	186	**175**

Sources : OCDE, calculs de l'auteur.

Globalement, les marges de manœuvre dans les secteurs de services semblent beaucoup plus restreintes que dans les secteurs de biens manufacturés. Cela n'est aucunement étonnant au regard des évolutions des prix et salaires commentées précédemment. Néanmoins, des pays comme la Pologne, la Slovaquie, la République tchèque et la Lituanie ont un ratio de productivité ajustée du coût du travail supérieur à 200 % dans les secteurs de services, bien qu'en baisse par rapport à 2004. Ce sont aussi ces mêmes pays, à l'exception de la Hongrie, pour lesquels des hausses de salaires semblent envisageables dans le secteur des biens manufacturés.

3. Taux de change réel et régime de change

Selon BS, l'appréciation du TCR des économies en rattrapage est un phénomène d'équilibre et indépendant du régime de change (Halpern et Wyplosz, 2001). À la suite d'une dépréciation du taux de change nominal (due à une sortie de capitaux, l'intervention des autorités sur le marché des changes etc.), les exportations du pays vont être stimulées tandis que le prix des importations exprimé en monnaie nationale va mécaniquement être renchéri. En retour, le prix des biens va augmenter de façon directe, du fait de l'accroissement de la demande adressée au pays, et de façon indirecte, puisque la hausse des prix des importations utilisées comme consommations intermédiaires va être répercutée dans les prix à la production et *in fine* dans les prix à la consommation. Finalement, l'ajustement des prix va être tel que le TCR va retrouver sa valeur d'avant la dépréciation du taux de change nominal (TCN).

Balaz (2010) avance cependant que la répercussion des variations du TCN dans le TCR (*pass through*) peut être imparfaite, notamment en raison de stratégie de *pricing-to-market*, les producteurs fixant alors le prix en monnaie locale, indépendamment des variations du TCN, de façon à maintenir leurs parts de marché[5]. En outre, les flux de capitaux qui sont des déterminants importants des fluctuations du TCN peuvent aussi ne pas donner lieu à des fluctuations équivalentes du TCR. Le régime de change peut ainsi ne pas être neutre en matière d'évolution du TCR comme le montrent les graphiques 1 et 2.

5. Voir aussi Berka, Devereux et Engel (2012) pour un argument similaire. L'existence d'un *pricing-to-market* les conduit à conclure en faveur d'un ajustement plus efficace du TCR sous changes fixes. Leur démonstration empirique porte sur la comparaison des TCR des pays membres *versus* non membres de la zone euro dans la période hors crise (jusqu'en 2009). Il serait intéressant de répliquer leur méthode pour la période post-crise (depuis 2009).

Le calcul d'un TCR et TCN pour deux groupes de PECO – selon qu'ils sont en changes flexibles ou en changes fixes vis-à-vis de l'euro[6] – permet de mettre en évidence ce point, tout du moins depuis 2008 (graphiques 7a et 7b). En effet, avant la crise de 2008, le TCN effectif évoluait systématiquement « au dessus » du TCR effectif que les PECO soient en changes fixes ou flexibles vis-à-vis de l'euro. L'appréciation du TCN effectif s'expliquait en partie par des entrées de capitaux (Balaz, 2002) et ne répondait pas seulement à des déterminants réels tels que des chocs de productivité. En retour, l'appréciation du change nominal permettait d'importer de la désinflation. Simultanément, des évolutions salariales en deçà de la productivité (voir tableau 1) permettaient de freiner la progression des prix des biens manufacturés (graphique 5b).

La crise qui surgit en septembre 2008 avec la chute de Lehman Brothers marque un coup d'arrêt à ces évolutions. En moins de six mois, les monnaies des PECO en changes flexibles vont se déprécier par rapport à l'euro (entre 16 % pour la République tchèque et 28 % pour la Pologne) sous l'effet du tarissement des flux de capitaux. À partir de ce moment, les TCR effectifs vont connaître des évolutions divergentes relativement aux TCN effectifs selon que les PECO sont en changes fixes ou flexibles par rapport à l'euro.

Pour les PECO en changes fixes par rapport à l'euro, l'appréciation de l'euro par rapport aux monnaies des partenaires (les PECO en changes flexibles par rapport à l'euro, le Royaume Uni, la Russie, la Suède, la Turquie) va les obliger à freiner la croissance du prix de leurs biens et leur permettre d'importer de la désinflation. À partir de 2009, l'inflation des prix à la consommation dans les PECO en changes fixes par rapport à l'euro devient inférieure à celle observée dans les PECO en changes flexibles (graphique 8). De ce fait, le TCR effectif des PECO en changes fixes par rapport à l'euro va continuer à évoluer « en-dessous » de leur TCN effectif : la baisse des prix à la consommation va plus ou moins compenser l'appréciation du TCN, stabilisant ainsi le TCR.

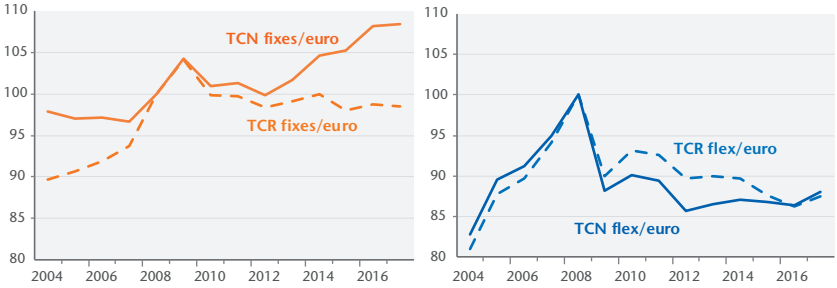
À l'inverse, pour les PECO en changes flexibles, la dépréciation de leur monnaie par rapport à l'euro va se traduire par de l'inflation importée mais sans pour autant stimuler leurs exportations du fait de la crise mondiale occasionnée par la crise financière de 2008. Finalement, les entreprises dans les PECO en changes flexibles vont réagir comme

6. Voir la note des graphiques 7a et 7b sur la classification des PECO selon leur régime de change vis-à-vis de l'euro et sur la pondération des TCR et TCN.

leurs comparses opérant dans les PECO en changes fixes par rapport à l'euro : elles vont baisser leurs prix et recourir à la modération salariale.

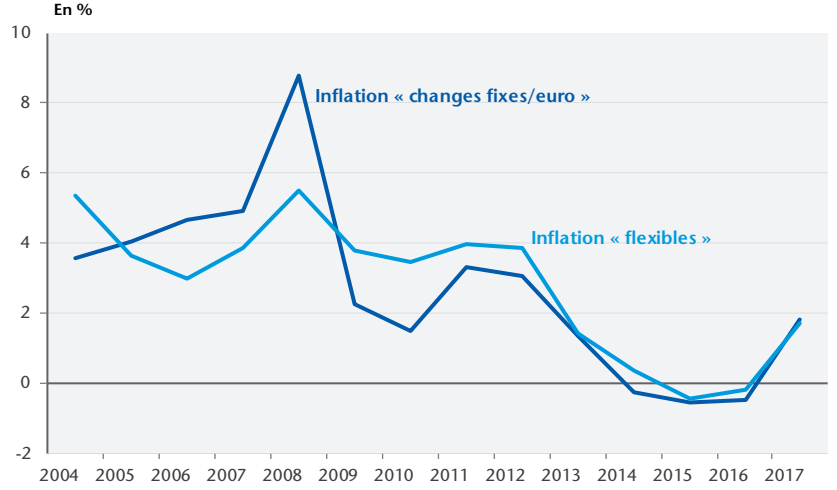
Graphique 7. Taux de change réel et nominal effectif des PECO

a. En changes fixes vis-à-vis de l'euro **b. En changes flexibles**



Note : Sont considérés en changes fixes par rapport à l'euro non seulement les PECO appartenant à la zone euro depuis leur entrée mais aussi ceux en *Currency Board* (l'Estonie jusqu'à son entrée dans la zone euro ; la Bulgarie depuis 20 ans) ou en changes fixes étroits (la Lituanie et la Lettonie jusqu'à leur entrée dans la zone euro) ou en *shadow anchoring* (la Croatie) ou encore appartenant au Mécanisme de change européen deux ans avant leur entrée dans la zone euro (la Slovénie et la Slovaquie). Sont considérés en changes flexibles par rapport à l'euro de façon continue la République tchèque, la Hongrie, la Pologne et la Roumanie. Les TCR de l'agrégat « PECO-fixe€ » et de l'agrégat « PECO-flexible€ » ont été pondérés par les poids de dépenses de consommation finale des ménages en PPA utilisés par Eurostat pour calculer les indices de prix à la consommation. Une même pondération a été retenue pour calculer les agrégats des TCN des « PECO-fixe€ » et « PECO-flexible€ ». On a considéré les taux de change *effectifs* (vis-à-vis de 42 partenaires) de façon à tenir compte des évolutions monétaires d'un grand nombre de partenaires, même si les pays de la zone euro sont les premiers partenaires des PECO.
Source : Eurostat ; calculs de l'auteur.

Graphique 8. Taux d'inflation des prix à la consommation selon que les PECO sont en taux de changes fixes par rapport à l'euro ou en changes flexibles



Note : Indice pondéré par les dépenses de consommation finale privée en PPA.
Sources : Eurostat ; calculs de l'auteur.

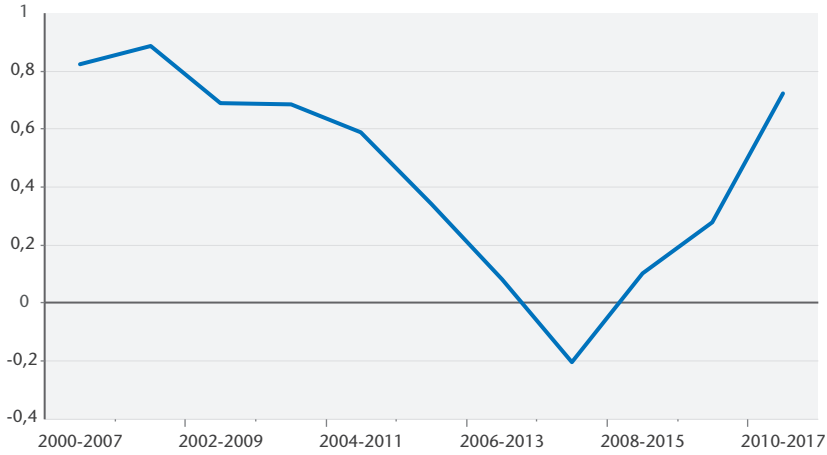
Il faut avoir à l'esprit que la dépréciation de la monnaie par rapport à l'euro a pu être une politique sciemment voulue par les autorités. En novembre 2013, la Banque centrale de la République tchèque a ainsi annoncé une parité maximale d'appréciation de la couronne tchèque comme instrument de politique monétaire, son taux directeur étant très proche du *zero lower bond*, à 0,05 % depuis novembre 2012 sans parvenir à susciter de véritables pressions inflationnistes. Cette politique « non conventionnelle » a été un succès dans le sens où quelques jours après l'annonce le taux de change de la couronne avait déjà convergé vers la parité souhaitée. En outre, les estimations de Brůha et Tonner (2017) montrent qu'elle a eu pour effet d'éviter que l'inflation tchèque tombe en territoire négatif, ce qui était l'objectif recherché.

Au final, le TCR effectif des PECO en changes flexibles a évolué « au-dessus » de leur TCN effectif pendant de longues années (graphique 7b) : l'inflation importée au travers de la dépréciation de leur monnaie n'a pas compensé la baisse des prix à la consommation. Le TCR effectif des PECO en changes flexibles a enregistré une dépréciation de 12 % relativement à 2008 contre 1,5 % pour les PECO en changes fixes par rapport à l'euro. La déconnection des TCR à partir de 2008 entre les deux groupes de PECO apparaît clairement lorsque l'on calcule la corrélation de leur TCR effectif sur différentes périodes (graphique 9). Avant la crise de 2008, la corrélation des indices de TCR effectif se situe aux alentours de 0,8 : les évolutions des TCR des PECO apparaissent donc indépendantes du régime de change. En revanche, les corrélations chutent considérablement au fur et à mesure qu'elles sont calculées sur des années où la crise sévit fortement, en l'occurrence 2008-2012, jusqu'à devenir proche de 0, voire négative.

L'observation de variables macro-économiques, telles que le PIB ou le chômage, montre en moyenne de meilleures performances *post*-crise pour le groupe des PECO en changes flexibles par rapport à l'euro (soit celui ayant enregistré une dépréciation de du TCR effectif depuis 2008), comparativement au groupe des PECO en changes fixes (soit celui n'ayant pas enregistré de dépréciation du TCR). Ainsi, la croissance du PIB des PECO en changes flexibles a-t-elle été presque deux fois supérieure à celle observée pour les PECO en changes fixes sur la période 2008-2017 (tableau 4). En outre, les performances en termes de chômage ont été globalement meilleures dans les PECO en changes flexibles même s'il faut bien garder à l'esprit que la propension à migrer plus marquée de certaines populations constitue aussi un facteur expli-

catif important des différentiels de taux de chômage entre les PECO. Il n'empêche que ces quelques statistiques descriptives montrent que les PECO dont le TCR s'est déprécié à partir de 2008 en ont tiré bénéfice en matière de croissance relativement à ceux dont le TCR a stagné.

Graphique 9. Corrélation des taux de change réel effectifs selon que les PECO sont en taux de changes flexibles ou en changes fixes par rapport à l'euro (fenêtre de 8 ans)



Sources : Eurostat ; calculs de l'auteur.

Tableau 4. Croissance du PIB et taux de chômage selon que les PECO sont en taux de changes fixes par rapport à l'euro ou en changes flexibles (en %)

		2000-2017	dont 2008-2017
Croissance du PIB en volume*	**PECO en changes flexibles**	3,3	2,5
	PECO en changes fixes par rapport à l'€	3,2	1,3
Taux de chômage**	**PECO en changes flexibles**	9,5	7,5
	PECO en changes fixes par rapport à l'€	11,6	11,0

* Pondéré par le PIB nominal des pays.
** Pondéré par la population active des pays.
Sources : Eurostat; calculs de l'auteur.

4. Conclusion

Les évolutions de TCR observées depuis 2008 dans les PECO membres de l'UE ont été opposées aux prédictions de l'effet BS. Alors que le TCR des PECO aurait dû s'apprécier, il a au mieux stagné (notamment, dans les PECO en changes fixes par rapport à l'euro)

quand il ne s'est pas déprécié (comme en Pologne, Roumanie et Hongrie). Ces évolutions contrastent avec celles observées avant 2008 lorsque l'effet BS concourrait à expliquer une partie de l'appréciation du TCR, les entrées de capitaux constituant un autre facteur explicatif important de l'appréciation du TCR. De fait, avant 2008, l'existence d'un effet BS ne faisait pas de doute même si son ampleur était discutée (voir Mihaljek et Klau, 2008 ; Egert, 2010) pour une revue de la littérature). Aujourd'hui, l'effet BS n'est clairement plus opérant du fait des évolutions salariales en deçà de ce que pourraient permettre les évolutions de productivité mais aussi des compressions de marge notamment dans les secteurs de service. Une hausse des salaires davantage en adéquation avec celles de la productivité dans certains PECO et/ou certains secteurs permettrait au TCR d'être plus proche de sa valeur d'équilibre. La tâche est rendue plus difficile pour les PECO en taux de changes flexibles par rapport à l'euro car les entrées de capitaux (comme avant 2008) et les sorties de capitaux (comme après 2008) créent de larges fluctuations du TCN et, par suite, du TCR qui ne sont pas liées aux évolutions de productivité. Pour autant, cesser la politique de modération salariale observée depuis 2008 dans un grand nombre de PECO comporte des avantages certains en termes de soutien de la demande intérieure ou de ralentissement des migrations vers l'ouest de l'UE.

Références

Balaz E., 2010, « Catching-up and inflation in Europe : Balassa-Samuelson, Engel's law and other Culprits », *CESifo Working paper Monetary Policy and International Finance*, n° 3110, Center for Economic Studies and Ifo Institute (CESifo), Munich.

Balaz E., 2002, « Catching-up and inflation in Europe : Balassa-Samuelson, Engel's law and other Culprits », *CESifo Working paper Monetary Policy and International Finance*, n° 3110, Center for Economic Studies and Ifo Institute (CESifo), Munich.

Berka Martin, M.B. Devereux, et C. Engel, 2012, « Real Exchange Rate Adjustment in and out of the Eurozone », *American Economic Review: Papers & Proceedings*, vol. 102, n° 3, pp. 179-185

Brůha, J., J. Tonner, 2017, « An Exchange Rate Floor as an Instrument of Monetary Policy: An Ex-post Assessment of the Czech Experience », *Czech National Bank Working Paper*, n° 4/2017, septembre.

Cincibuch et Podpiera, 2006, « Beyond Balassa-Samuelson: Real appreciation in tradables in transition countries », *The Economics of Transition*, vol. 14, n° 3, pp. 547-573.

European Commission, 2012, « Scoreboard for the Surveillance of Macroeconomic Imbalances », *Occasional Papers*, n° 92, février.

Galgoczi B., 2017, « Why central and eastern Europe needs a pay rise », *ETUI Working Paper*, 2017.01.

Halpern L., et C. Wyplosz, 2001, « Economic transformation and real exchanges rates in the 2000s: the Balassa-Samuelson connection », *Discussion Paper Series*, n° 2001(1), septembre.

Levasseur S., 2009, « États baltes et Irlande : de l'euphorie à la dépression salariale », *Lettre de l'OFCE*, n° 312, juillet.

Levasseur S., 2012, « Labour market adjustments in Estonia during the 2008/2011 crisis », *Eastern Journal of European Studies*, vol. 3, n° 1, juin.

Mihaljek D. et M. Klau, 2008, *Catching-up and inflation in transition*.

Shearing N., L. Jackson et W. Carson, 2018, *CEE: Why hasn't rapid wage growth pushed up inflation?*, disponible à : https://www.capitaleconomics.com/publications/emerging-europe-economics/emerging-europe-economics-update/cee-why-hasnt-rapid-wage-growth-pushed-up-inflation/

Vejmělek Jan, V. Zeisel, M. Dřímal, M. Junicke, J. Steckerová, D. Kocourek, 2018, « Czech Economic Outlook, Economic & Strategy Research », *Quarterly report*, 2, mai.

LA STRATÉGIE DE L'UNION EUROPÉENNE POUR PROMOUVOIR L'ÉGALITÉ PROFESSIONNELLE EST-ELLE EFFICACE ?

Hélène Périvier
Sciences Po, OFCE ; PRESAGE
Gregory Verdugo
Université Evry-Val-d'Essonne ; Sciences Po, OFCE

Depuis la fin des années 1990, l'Union européenne (UE) établit des engagements chiffrés en faveur de l'emploi des femmes. Dans tous les pays, celles-ci perçoivent en moyenne des rémunérations plus faibles que les hommes. Le temps partiel est un facteur explicatif majeur de ces inégalités, de même que la ségrégation professionnelle et la ségrégation verticale (entre professions et positions hiérarchiques). Par ailleurs, dans les pays dans lesquels la participation des femmes au marché du travail est faible, les caractéristiques des femmes qui travaillent sont plus favorables que celles des hommes, ce qui explique que les écarts de salaire y soient plus faibles. Ce biais de sélection peut être important, en Italie notamment. L'égalité salariale est avancée comme un but à atteindre, mais les recommandations la concernant ne sont pas directement articulées avec la stratégie pour l'emploi. Pour accompagner l'emploi des mères, l'UE encourage les États membres à développer l'accueil des jeunes enfants. Depuis le milieu des 1990, des directives européennes proposent des congés parentaux incitant au partage des tâches domestiques et familiales, malgré cela une grande diversité de congés existe en Europe.

En quantifiant pour 12 pays européens les avancées en matière d'emploi, nous mettons en évidence les différences par pays de baisse du temps de travail des femmes aux âges de la maternité. Nous montrons que la non-prise en compte du temps partiel dans les objectifs chiffrés a conduit à des résultats décevants en matière d'égalité salariale. Pour les générations récentes, le temps partiel est devenu dans certains pays un moyen de réduire les tensions entre vie professionnelle et vie familiale aux âges où elles sont les plus fortes pour les femmes. Nous constatons même dans certains pays que l'écart de taux d'emploi en équivalent temps plein entre femmes et hommes des générations récentes est équivalent à celui de générations plus anciennes. La hausse du temps partiel conduit à relativiser la hausse des taux d'emploi observée en coupe et donc l'efficacité de la stratégie européenne en matière d'emploi des femmes.

Mots clés : inégalités femmes-hommes, marché du travail, temps partiel, écart de salaire, Stratégie européenne de l'emploi.

Depuis la fin des années 1990, l'Union européenne (UE) établit des engagements précis en faveur de l'égalité des femmes et des hommes. L'accent a initialement été mis sur la participation des femmes au marché du travail. Au début des années 2000, la Stratégie Européenne pour l'Emploi (SEE) proposait de cibles de taux d'emploi distinctes pour les femmes et les hommes. Des recommandations visant à faciliter l'articulation entre vie familiale et vie professionnelle ont étoffé cette stratégie au travers d'engagements quantitatifs en matière d'accueil des enfants âgés de moins de 6 ans et des propositions de réformes des congés parentaux pour un partage plus équilibré des tâches familiales. En revanche, si l'égalité salariale est avancée comme un but à atteindre, aucun objectif chiffré n'est avancé. De plus, les recommandations en matière d'égalité salariale ne sont pas directement articulées avec la stratégie pour l'emploi, ce qui limite la portée de ces engagements car les inégalités de salaires sont étroitement liées aux conditions d'accès au marché du travail, que la stratégie pour l'emploi ne prend pas en compte. Depuis 2010, l'égalité professionnelle a été relayée au second plan (Smith et Villa, 2010). La stratégie Europe H2020[1] (SE-H2020) ne propose plus de cibles de taux d'emploi différenciées pour les femmes et les hommes, la période de crise et la phase de consolidation budgétaire qui l'ont suivie ayant conduit l'UE à revoir ses priorités. Ce travail vise à quantifier pour 12 pays européens les avancées en matière d'égalité professionnelle. Il résulte de cette analyse que la non-prise en compte du temps partiel dans les objectifs chiffrés d'emploi a conduit à des résultats décevants en matière d'égalité salariale.

Dans une première partie, nous présentons les principales motivations ayant conduit à intégrer l'égalité professionnelle parmi les objectifs des politiques européennes. Nous examinons ensuite les dynamiques de taux d'emploi observées dans chaque pays étudié et les résultats concernant l'accueil des jeunes enfants, le taux d'emploi des mères et les enjeux liés aux congés parentaux. Dans une seconde partie, nous évaluons l'évolution de l'emploi des femmes et des hommes d'un point de vue quantitatif ; l'aspect qualitatif des emplois (conditions de travail, type de contrats, secteurs d'emploi et dynamiques de carrière) n'est pas traité. L'analyse tient compte des différences d'évolution des

1. http://ec.europa.eu/social/main.jsp?catId=101&intPageId=3427&langId=fr

emplois des femmes et des hommes au cours de la vie et de l'évolution des comportements d'une génération à l'autre. En revanche le développement du temps partiel est une évolution plus récente (Milewski, 2013). Cette forme d'emploi concerne davantage les jeunes générations qui, si elles sont plus actives que leurs aînées, travaillent plus souvent à temps partiel, quel que soit le motif de ce temps partiel (pour raisons familiales ou sous-emploi). Nous calculons des taux d'emploi en équivalent temps plein par sexe et par âge car le temps partiel est dans certains pays un moyen de réduire les tensions entre vie professionnelle et vie familiale aux âges où elles sont les plus fortes pour les femmes. Nous estimons à partir d'un modèle additif les effets génération, années et âge (ou cycle de vie), ce qui permet de montrer la dynamique des taux d'emploi et des taux d'emploi en équivalent temps plein des femmes et hommes par génération. Nous montrons que pour certains pays l'écart de taux d'emploi en équivalent temps plein entre femmes et hommes des générations récentes est équivalent à celui de générations plus anciennes, ce qui conduit à relativiser la hausse des taux d'emploi observée en coupe et donc l'efficacité de la stratégie européenne en matière d'emploi des femmes.

1. La stratégie européenne et l'emploi des femmes

1.1. Du Traité de Rome à la stratégie H2020 : quelle place pour l'égalité ?

i) Le Traité de Rome et l'égalité salariale

L'égalité des femmes et des hommes est une des valeurs fondatrices de l'UE. L'article 119 du Traité de Rome de 1957 garantit ainsi « *l'application du principe de l'égalité des rémunérations entre les travailleurs masculins et les travailleurs féminins pour un même travail* ». Les motivations de cet article sont avant tout d'ordre économique (Ellina, 2003 ; Rossilli, 1997). Les différences de droits sociaux entre pays membres appelaient une régulation du marché du travail pour éviter les distorsions de concurrence au sein du marché commun (Ohlin, 1956). Les pays, dont la France[2], qui avaient déjà légiféré en matière d'égalité salariale, craignaient une concurrence déloyale dans les industries fortement féminisées[3]. Les débats qui ont conduit à l'article 119 ne

2. https://www.ofce.sciences-po.fr/blog/le-traite-de-rome-et-legalite/
3. http://staging.ilo.org/public/libdoc/ilo/ILO-SR/ILO-SR_NS46_engl.pdf

font pas état de discussions relatives aux droits des femmes et à la juste rémunération de leur travail (Hoskyns, 1996). Néanmoins, si son adoption vise l'organisation de la concurrence au sein du marché commun, elle s'inscrit aussi dans une tendance plus ancienne de promotion de l'égalité des travailleurs et travailleuses portée par l'Organisation internationale du travail. L'article 119 du Traité de Rome, bien qu'introduit à des fins économiques, est devenu un pilier de la construction du droit européen en matière de lutte contre les discriminations. À la fin des années 1970, ce principe est devenu fondateur des institutions européennes (Booth et Bennett, 2002). En 1971, la Cour de justice des Communautés européennes s'y réfère pour affirmer que l'élimination de discriminations fondées sur le sexe fait partie des principes généraux du droit communautaire (arrêt *Defrenne*[4]). En 1976, le champ de l'égalité des rémunérations est étendu par la directive 76/207 à l'ensemble des conditions de recrutement, de formation et de conditions de travail (Milewski et Sénac, 2014). D'un outil de régulation du marché commun, il est devenu un principe général de droit.

ii) La Stratégie européenne pour l'emploi

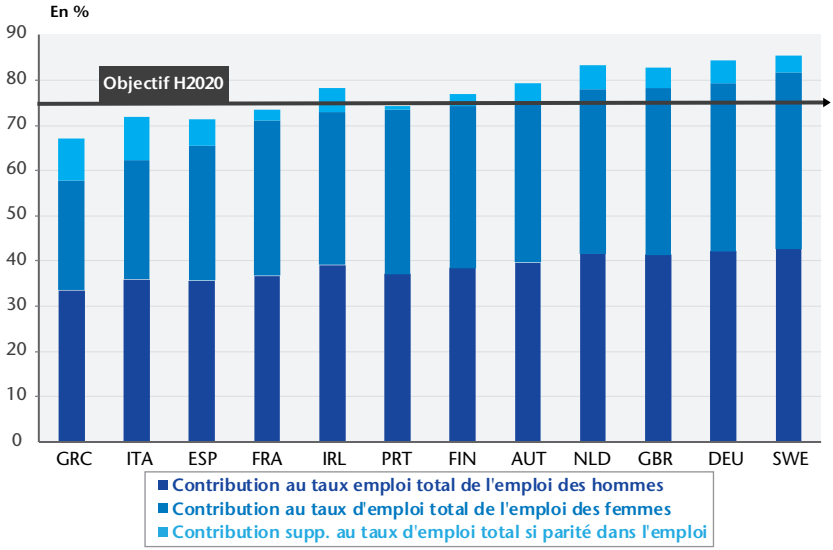
À la fin des années 1990, le lancement de la Stratégie européenne de l'emploi (SEE) a donné de la visibilité au thème des inégalités femmes-hommes sur le marché du travail (Bettio, Janneke et Smith, 2013). La promotion de l'égalité professionnelle a pris une part conséquente dans l'agenda politique de l'UE, d'autant plus qu'elle suivait les priorités économiques qui mettaient en exergue le besoin d'accroître la population active (Stratigaki, 2004). Ainsi, en 2000, le Conseil de Lisbonne a accordé une attention particulière à la contribution de l'activité des femmes à la croissance de l'emploi et au dynamisme du marché du travail. Les taux d'activité des femmes sur le marché du travail étant plus faibles que ceux des hommes dans tous les pays membres, des engagements assortis de cibles quantitatives ont été proposés. Le taux d'emploi des femmes devait atteindre 60 % dans les pays membres, avec un taux d'emploi global de 70 % pour les 15 à 24 ans. La SEE s'est focalisée sur la quantité d'emplois plutôt que sur leur qualité (Bettio, Plantenga et Smith, 2013) et la volonté de dynamiser le marché travail a pris le dessus sur celle de promouvoir l'égalité (Lewis, 2006). Par ailleurs les réponses apportées à la récession de 2008, de même que les politiques d'austérité mises en place dans la

4. http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/ALL/?uri=CELEX%3A61970CJ0080

période de consolidation budgétaire, n'ont pas intégré la dimension du genre (Eydoux, Math et Périvier, 2014 ; Karamessini et Rubery, 2013 ; Périvier, 2018). En 2010, la reformulation de la SEE sous la bannière de la stratégie H2020 (SE-H2020) a supprimé la différenciation sexuée des cibles d'emploi : les pays membres doivent désormais atteindre un taux d'emploi des 20 à 64 ans de 75% d'ici 2020[5] (Fagan et Rubery, 2018).

Le graphique 1 montre la contribution des femmes et des hommes au taux d'emploi global dans les 12 pays étudiés, et la hausse qui résulterait de la parité en matière d'emploi. Une cible d'emploi non sexuée conduit à inciter les pays à augmenter le taux d'emploi des femmes lorsqu'elles constituent le vivier principal pour accroître le taux d'emploi global (Italie, Grèce, Espagne). Dans les pays où le taux d'emploi global est en dessous du seuil, mais dans lesquels la parité dans l'emploi est déjà pratiquement réalisée, les incitations sont réduites (France et Belgique). Les pays ayant déjà un taux d'emploi égal ou supérieur à 75 % n'ont aucune incitation à réduire l'écart de taux d'emploi entre les sexes (Allemagne, Autriche, Pays-Bas, Royaume-Uni et Danemark).

Graphique 1. Contribution de l'emploi des femmes et des hommes au taux d'emploi total en Europe en 2017 (20-64 ans)



Source : Eurostat, [lfsi_emp_a], calculs des auteurs.

5. http://ec.europa.eu/eurostat/web/europe-2020-indicators/europe-2020-strategy

Au côté de la SE-H2020, l'UE propose des engagements spécifiques en matière d'égalité femmes-hommes. Ainsi la stratégie pour l'égalité des sexes H2016-2019 se décline en cinq priorités dont deux portent sur l'égalité professionnelle. L'une concerne *la réduction des écarts de rémunération, de salaire et de pensions de retraite et la lutte contre la pauvreté des femmes*[6]. Elle s'appuie sur un renforcement de la loi en matière de lutte contre les discriminations salariales. L'autre priorité propose d'*accroître la participation des femmes au marché du travail et l'indépendance économique des femmes et des hommes*. Ce dernier engagement implique un renforcement des politiques d'articulation entre vie familiale et vie professionnelle, notamment en poursuivant les objectifs de Barcelone de 2002 qui mettent l'accent sur le développement des modes d'accueil des jeunes enfants.

1.2. Les politiques d'articulation entre vie familiale et vie professionnelle

i) Accueil des jeunes enfants et emploi des mères

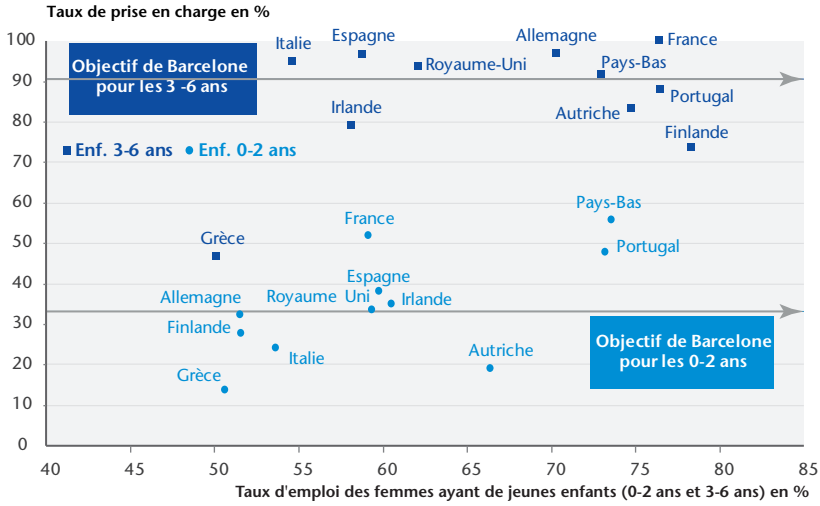
Pour faciliter l'accès au marché du travail des femmes ayant de jeunes enfants, les accords de Barcelone proposent le développement des modes d'accueil (Plantenga et Remery, 2009) en fixant les objectifs suivants : un tiers des enfants de moins de 3 ans et 90 % des enfants âgés de 3 à 6 ans accueillis dans une structure officielle. Plus généralement, les accords affirment que : *La disponibilité de services d'accueil des jeunes enfants de 0 à l'âge de scolarisation obligatoire, financièrement abordables et de qualité, constitue une priorité de l'Union européenne.*[7]

Les politiques de prise en charge des jeunes enfants favorisent l'emploi des femmes après la naissance d'un enfant (graphique 2). Néanmoins, leur impact dépend du contexte national. Dans les pays où les taux d'emploi des femmes sont élevés et où le système d'accueil est déjà développé et subventionné, les effets de ce type de politiques sont limités (Akgunduz et Plantenga, 2015 ; Vuri, 2016). Dans les pays où le taux d'emploi des mères est faible, ces politiques doivent être associées à d'autres mesures (Vuri, 2016). En Italie, où le taux d'emploi des mères est faible et les possibilités d'accueil des jeunes enfants réduites, une augmentation de 1 % de la couverture d'accueil des

6. https://ec.europa.eu/info/policies/justice-and-fundamental-rights/combatting-discrimination/gender-equality/gender-equality-strategy_en
7. http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/files/documents/130531_barcelona_fr.pdf

jeunes enfants augmenterait de 1,3 point la probabilité des mères de travailler (Brilli, Del Boca et Pronzato, 2016). En France, Guillot (2004) montre qu'un coût élevé de l'accueil réduit les probabilités de recours à une garde formelle extérieure à la famille et de travail (à temps plein ou partiel) des mères (Guillot, 2004)[8]. Givord et Marbot (2014) utilisent la réforme de la PAJE (Prestation d'accueil du Jeune enfant) instaurée en 2004 pour évaluer l'effet d'une augmentation des aides à l'accueil des jeunes enfants[9]. L'augmentation des aides à la garde des enfants conduit bien à une augmentation du recours à un mode d'accueil extérieur à la famille et l'effet sur l'activité des mères, bien que faible est significatif. Maurin et Roy (2008) ont montré, à partir d'une enquête menée dans la région de Grenoble, que les mères dont la demande de place en crèche a été satisfaite retournent plus facilement dans l'emploi après la naissance et avant l'entrée à l'école pré-élémentaire, en comparaison des mères dont la demande n'a pas pu être satisfaite (Maurin et Roy, 2008).

Graphique 2. Taux d'emploi des femmes selon l'âge du plus jeune enfant et taux de prise en charge des jeunes enfants en 2014



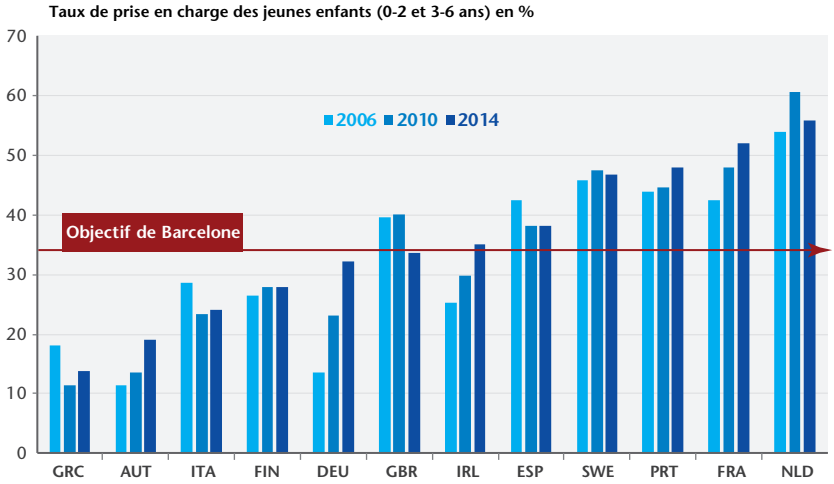
Source : OCDE, *Family Database.*

8. Les données sont issues d'une enquête menée auprès de 715 couples de la Meurthe-et-Moselle entre 1995 et 1996.

9. Les données mobilisées sont les ERFS 2005-2008. En utilisant le fait que les parents ayant eu un enfant né avant le 1er janvier 2004 mais non scolarisé ne bénéficient pas du système de la PAJE. Ainsi pendant une période courte, les deux systèmes coexistent.

L'évolution du taux d'accueil des enfants de moins de 3 ans est reportée sur le graphique 3. En Finlande, le taux est stable, en dessous du seuil de 33 % en raison de l'importance du congé parental durant les deux premières années de l'enfant. En Autriche, Allemagne et Irlande les taux d'accueil sont en forte hausse entre 2006 et 2014 si bien qu'en 2014, l'Allemagne et l'Irlande ont atteint l'objectif de Barcelone. Au contraire, en Grèce, en Italie, en Espagne, au Royaume-Uni et aux Pays-Bas, le taux de prise en charge baisse sur la période, même s'il reste supérieur au seuil requis dans les deux derniers pays. La dégradation du marché du travail durant la récession peut avoir conduit certaines femmes à ne plus recourir aux modes d'accueil disponibles, notamment lorsque le coût de ces services est élevé. Par ailleurs les politiques de restriction budgétaire ont conduit à une baisse des aides à la garde des jeunes enfants.

Graphique 3. Taux d'emploi des femmes selon l'âge du plus jeune enfant et taux de prise en charge des jeunes enfants



Source : OCDE, *Family Database.*

Si les services d'accueil des jeunes enfants facilitent l'articulation des temps des femmes, ces politiques ne sont pas transformatives au sens où elles ne modifient pas la division sexuée du travail dans les couples. Elles peuvent en revanche avoir un effet de second ordre, les femmes pouvant conserver leur emploi et limiter la perte d'expérience professionnelle à l'arrivée d'un enfant, pouvant conduire à long terme à une modification des rôles familiaux en accroissant le pouvoir de négociation des femmes dans la famille. Les congés parentaux constituent

l'autre pilier mobilisé par l'UE pour faciliter l'articulation entre vie familiale et vie professionnelle ; ils peuvent inciter les couples à partager les tâches familiales de façon plus équilibrée.

ii) Les effets ambigus des congés parentaux

Depuis 1996, une directive de l'UE (96/34/EC)[10] impose aux États membres d'introduire une législation autorisant un congé de 3 mois pour chaque parent[11]. Si seuls la Belgique, le Royaume-Uni, le Luxembourg et l'Irlande ne proposaient aucun congé de ce type, la mise en œuvre de cette directive a pris des formes diverses selon les pays en termes de durée d'indemnisation, de flexibilité, de partage entre les deux parents, ou d'âge maximal de l'enfant ouvrant droit au congé (Bruning et Plantenga, 1999). Au final en 2017, les systèmes de congés parentaux européens sont complexes et hétérogènes.

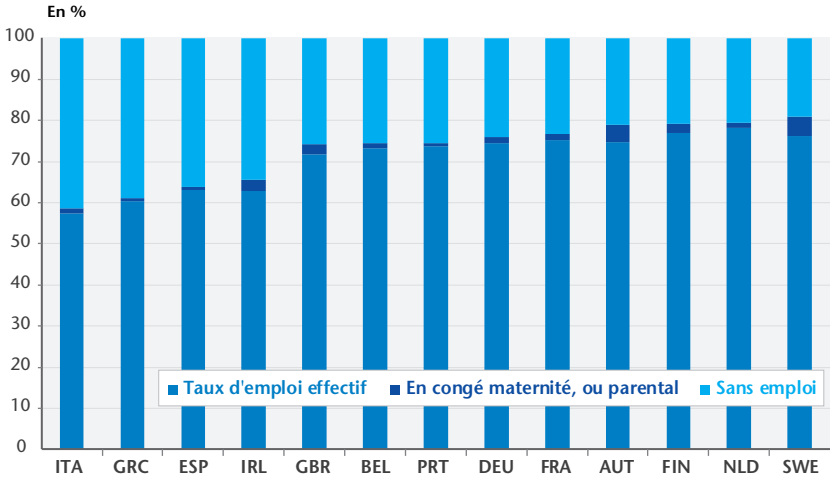
Les bénéficiaires des congés parentaux sont surtout des femmes et elles prennent un congé plus long que les pères. La durée du congé, sa flexibilité, les critères d'éligibilité, le montant de l'indemnité influencent la décision d'y recourir. Les conditions de travail des mères peuvent également les encourager à prendre un congé, en particulier si les horaires de travail sont incompatibles avec le mode de garde par exemple (Marc, 2004). Enfin sans mode de garde à un prix accessible le congé parental peut être la seule solution pour des parents actifs. Les politiques de congés parentaux et d'accueil des jeunes enfants sont donc liées. L'absence de congés parentaux et de maternité pèse sur la participation des femmes au marché du travail : en l'absence d'un cadre protecteur, lorsqu'elles reprennent un emploi à la suite d'une naissance, elles changent le plus souvent d'employeur et perdent les bénéficies de leur ancienneté (Waldfogel, 1998 ; Waldfogel *et al.* 1999 ; Jaumotte, 2004). Akgunduz *et al.* (2013) montrent, à partir d'une analyse de triple différence agrégée sur 16 pays européens, que les congés parentaux (congés de maternité inclus) ont un effet positif sur la participation des femmes au marché du travail, notamment en termes d'heures de travail[12].

Dans les pays nordiques, la politique d'accueil des jeunes enfants associée à des congés bien indemnisés a permis d'accroître la participa-

10. En 1983, la CEE encourageait déjà le développement de congés parentaux dans le but d'harmoniser les dispositifs de chaque pays membre. Cette première proposition n'a pas été suivie par les États membres (Haas, 2003).
11. https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:31996L0034&from=FR
12. Le recours au congé parental limiterait le recours au temps partiel.

tion des femmes ayant des jeunes enfants à charge, qui est plus élevée que dans les autres pays européens. Mais ceci s'est fait au prix de carrières moins dynamiques que les hommes, d'une ségrégation professionnelle et d'un plafond de verre plus marqués (Albrecht, Björklund et Vroman, 2003 ; Datta Gupta, Smith et Verner, 2008 ; Haataja, 2009). Akgunduz et Plantenga (2013) estiment ainsi qu'un congé de plus de 30 semaines réduirait la part des femmes dans les postes à responsabilité de 1,5 %. L'enjeu en matière d'égalité devient donc le partage du congé entre les deux parents afin de limiter l'effet de la durée d'interruption des carrières des femmes.

Graphique 4. Répartition des femmes selon leur statut d'emploi en 2010, 25-55 ans



Sources : LFS, calculs des auteurs.

Dans les pays qui proposent un congé parental bien rémunéré ciblé sur les pères et un congé pour les mères plutôt court, les pères travaillent moins que les hommes n'ayant pas d'enfant à charge[13] (Bünning et Pollmann-Schult, 2016). En Allemagne, le congé parental réformé en 2007 indemnise à hauteur de 67 % du salaire passé, il a incité les pères à y recourir : le taux de recours des pères est passé de 3,5 % en 2006 à 32 % en 2013, mais 80 % d'entre eux se contentent des 2 mois qui leur sont réservés[14], alors que 90 % des mères prennent une année de congé. En Suède, 80 % des pères font usage de leur

13. Le tout assorti de prestations familiales élevées.
14. http://www.leavenetwork.org/fileadmin/Leavenetwork/Annual_reviews2016_Full_draft_20_July.pdf

congé parental, même si la durée de recours est plus courte que celle des mères.

Ces dispositifs cherchent à modifier la division sexuée du travail en transformant sur le long terme le rôle de chaque parent et le temps consacré aux enfants par les mères et les pères. Mais le pouvoir des quotas n'est pas systématique car un recours accru des pères aux congés parentaux ne garantit pas qu'ils s'impliquent davantage dans les tâches domestiques et familiales. Or l'inégale répartition des tâches domestiques et familiales s'accroît avec la naissance d'un enfant et implique que les femmes doivent ajuster leur temps de travail et leur carrière. Au-delà des congés parentaux, le recours au temps partiel s'est accru dans les pays membres, limitant les progressions de carrière et d'emploi des femmes, et a contribué aux écarts de rémunération.

2. La dynamique de l'emploi par âge, par génération et temps partiel

2.1. Cycle de vie et générations

i) Le temps d'activité des femmes sur le cycle de vie

Les recommandations de l'UE portent sur des taux d'emploi. Qu'ils soient sexués, comme dans la SEE, ou non comme dans le programme H2020, les objectifs ne tiennent pas compte du temps partiel. Or cette forme d'emploi concerne particulièrement les femmes. On distingue d'une part le sous-emploi involontaire qui est subi et d'autre part le temps partiel pour raisons familiales qui constitue un moyen d'articuler vie familiale et vie professionnelle au même titre que les congés parentaux. Il est davantage mobilisé par les mères que par les pères. La comparaison des taux d'emploi et taux d'emploi en équivalent temps plein à différents stades du cycle de vie met en évidence les différences par pays en ce qui concerne la baisse du temps de travail des femmes aux âges de la maternité.

Les figures du graphique 5 montrent les taux d'emploi et taux d'emploi en équivalent temps plein par âge pour les femmes et les hommes en 2010 (voir encadré méthodologique), date à laquelle les pays européens devaient avoir atteint un taux d'emploi des femmes de 60 % selon la SEE.

En Italie et en Grèce, le taux d'emploi des femmes est faible et l'écart avec celui des hommes est important sur le cycle de vie. Cet

écart n'est pas accentué aux âges de la maternité car les femmes qui travaillent ont des profils de carrière continus, elles sont en moyenne plus éduquées et investies dans leur vie professionnelle. Les taux d'emploi en équivalent temps plein ont des niveaux assez proches des taux d'emploi pour les deux sexes et quel que soit l'âge.

En Allemagne, en Autriche, aux Pays-Bas ainsi qu'au Royaume-Uni, les taux d'emploi des femmes sont élevés mais l'écart avec celui des hommes augmente aux âges de la maternité. La prise en compte du temps partiel met en évidence un ajustement très important du temps de travail des femmes aux âges intermédiaires. L'écart femmes-hommes de taux d'emploi en équivalent temps plein s'accroît à partir de 25 ans puis se stabilise en Allemagne et en Autriche, alors qu'il augmente aux Pays Bas et au Royaume-Uni.

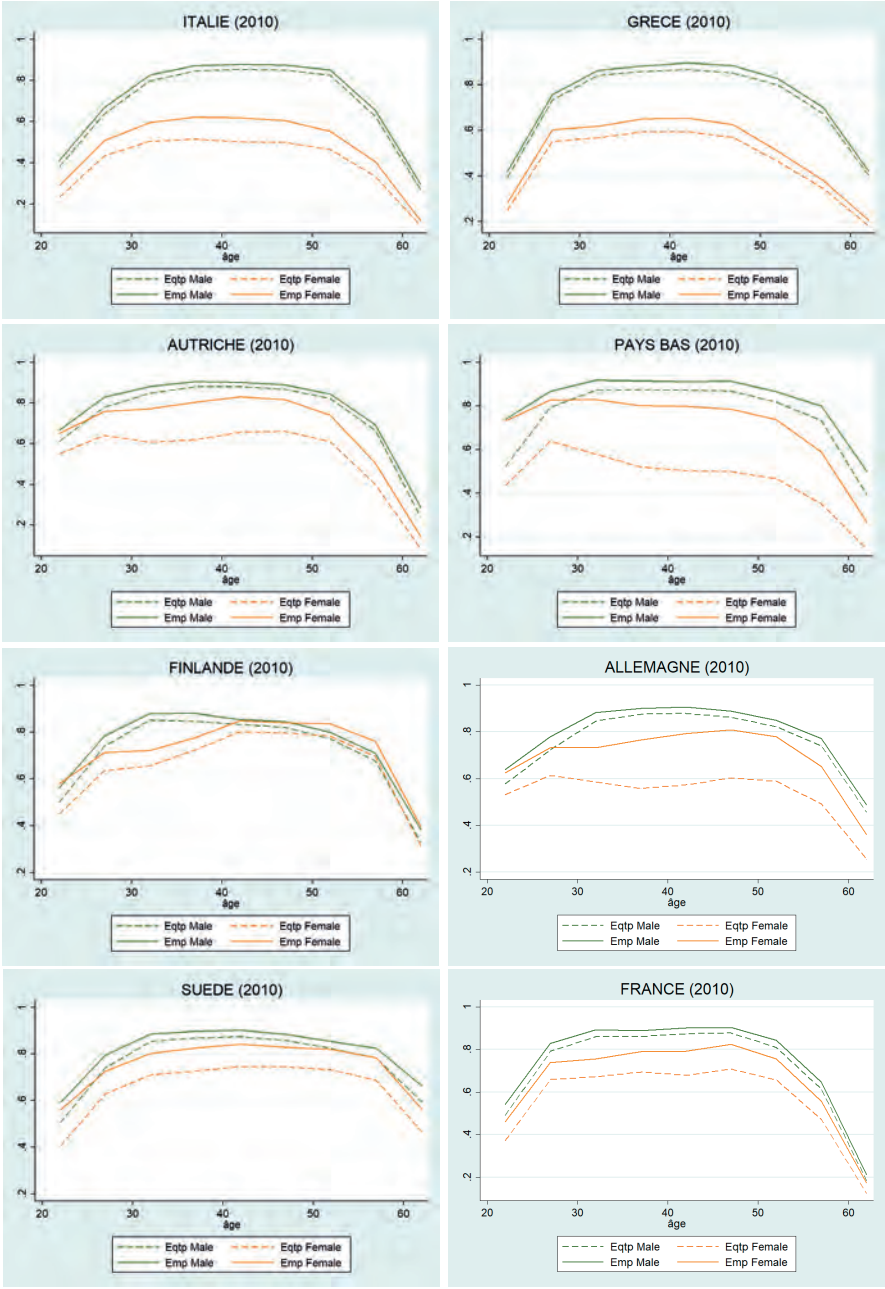
En Irlande, le taux d'emploi des femmes est faible et suit une courbe en M, les femmes interrompant leur carrière lorsqu'elles ont de jeunes enfants et reprenant une activité professionnelle une fois l'enfant le plus jeune scolarisé. Le temps partiel renforce cette tendance.

Les profils de taux d'emploi et taux d'emploi en équivalent temps plein des femmes et des hommes sont assez similaires en Suède, Portugal et France. En Suède les taux d'emploi des femmes sont néanmoins sensiblement plus élevés que dans les deux autres pays.

En Finlande, le temps partiel n'est pas un mode d'ajustement aux contraintes familiales et les taux d'emploi et taux d'emploi en équivalent temps plein sont ainsi proches pour les deux sexes. En revanche, aux âges de la maternité les taux d'emploi des femmes diminuent sensiblement pour retrouver le niveau de celui des hommes vers 40 ans.

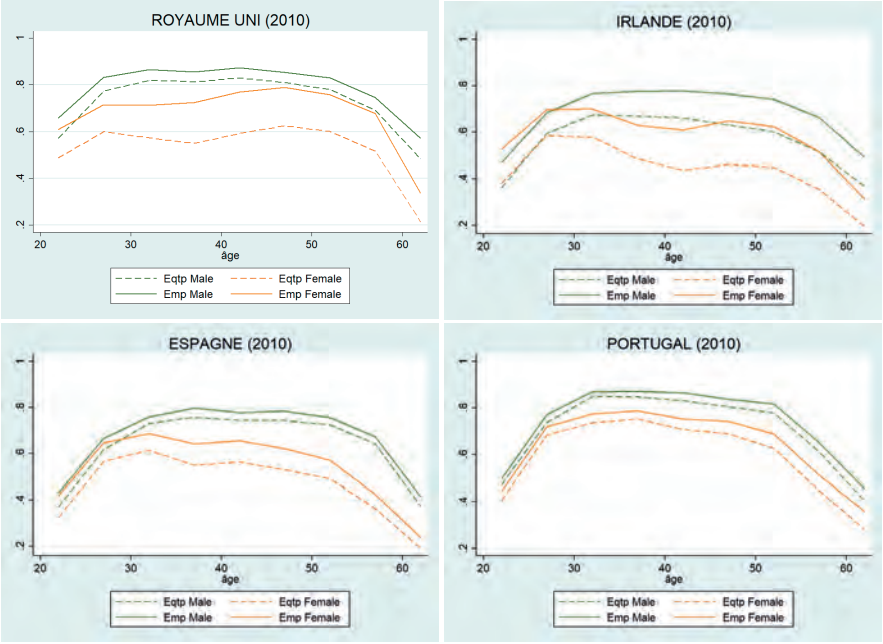
Si en retenant l'indicateur de taux d'emploi sur les 15-64 ans, les pays étudiés atteignent tous la cible de 60 % de taux d'emploi en 2010, la prise en compte de la durée du travail nuance ce constat : en termes de taux d'emploi en équivalent temps plein sur les 25-54 ans, seuls l'Autriche, la Finlande, la Suède, la France et le Portugal atteignent l'objectif de 60 % pour les femmes. Le temps partiel apparaît comme un élément central d'articulation entre vie familiale et vie professionnelle dans certains pays et il met en évidence des écarts marqués entre femmes et hommes dans l'UE.

Graphique 5. Évolution des taux d'emploi (Emp.) et taux d'emploi en équivalent temps plein (Eqtp) par âge et par sexe en 2010



Sources : Labour Force Survey, calculs des auteurs.

Graphique 5bis. Évolution des taux d'emploi (Emp.) et taux d'emploi en équivalent temps plein (Eqtp) par âge et par sexe en 2010



Sources : Labour Force Survey, calculs des auteurs.

ii) Les générations de femmes se suivent mais ne se ressemblent pas

L'observation des taux d'emploi des femmes et de l'écart avec les taux d'emploi des hommes en coupe ne permet pas de rendre compte de l'hétérogénéité des carrières des différentes générations de femmes et masque la dynamique de long terme. Les générations récentes de femmes sont plus actives que les anciennes. L'évolution des régimes de genre de même qu'un niveau d'éducation des femmes qui s'est accru ont favorisé leur participation au marché du travail (Périvier et Verdugo, 2018). Les politiques publiques réformées progressivement pour accompagner le mouvement d'entrée des femmes dans le salariat ont remplacé les politiques familiales qui encourageaient les femmes à rester au foyer.

En revanche le développement du temps partiel est une évolution plus récente (Milewski, 2013). Cette forme d'emploi concerne davantage les jeunes générations qui, si elles sont plus actives que leurs aînées, travaillent plus souvent à temps partiel, quel que soit le motif de

ce temps partiel (pour raisons familiales ou sous-emploi). Pour la France, Afsa *et al.* (2006) ont décomposé l'évolution de l'emploi des femmes en un effet d'appartenance à une cohorte, un effet d'âge (ou cycle de vie) et un effet propre à chaque année. Ils montrent que les générations de Françaises nées en 1970 avaient un taux d'emploi en équivalent temps plein de niveau comparable à celui des femmes nées en 1955 (Afsa et Buffeteau, 2006), ce qui relativise la tendance à la hausse des taux d'emploi observée en coupe.

L'approche d'Afsa et Buffeteau est étendue aux 12 pays étudiés. Nous calculons des taux d'emploi, et taux d'emploi en équivalent temps plein par génération (par tranche de 5 années) allant de celle 1938 (soit les femmes nées entre 1935 et 1940) à celle de 1978 (soit les femmes nées entre 1975 et 1980). Nous distinguons les trois effets suivants :

— l'effet année absorbe l'effet du cycle économique influençant de la même manière tous les groupes d'âges et générations ;

— l'effet âge capte le fait que la participation au marché du travail des femmes fluctue sur leur cycle de vie et elles sont moins actives aux âges de la maternité. Cet effet sera analysé plus précisément dans la section suivante ;

— l'effet génération isole les différences d'emploi par cohorte.

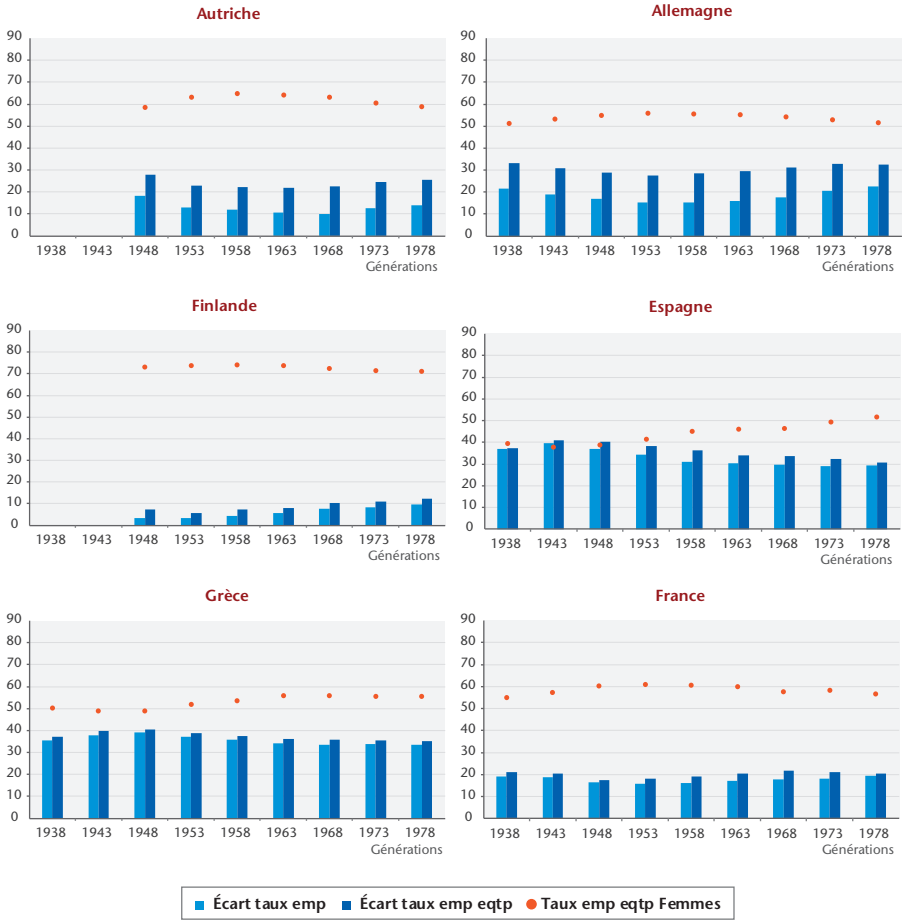
Pour identifier l'effet génération, plusieurs hypothèses sont nécessaires. En particulier, on suppose que l'effet année et âge sont identiques pour chaque génération (voir encadré méthodologique). Or les récessions affectent différemment les jeunes et les seniors, et peuvent avoir des effets de long terme sur des générations qui ont commencé leur carrière dans un contexte économique dégradé.

Les figures du graphique 6 montrent l'évolution de l'écart de taux d'emploi entre femmes et hommes, de l'écart de taux d'emploi en équivalent temps plein, ainsi que le taux d'emploi en équivalent temps plein par génération.

En Espagne, et dans une moindre mesure en Irlande et aux Pays-Bas, les taux d'emploi en équivalent temps plein des générations récentes sont plus élevés que ceux des générations précédentes, ce qui indique que l'emploi des femmes croît dans ces pays entre générations, y compris lorsque l'on tient compte du temps partiel. Le niveau reste cependant beaucoup plus faible qu'ailleurs. En Suède, le niveau des taux d'emploi en équivalent temps plein des femmes s'est stabilisé d'une génération à une autre à un niveau élevé (au-dessus de 70 %) et

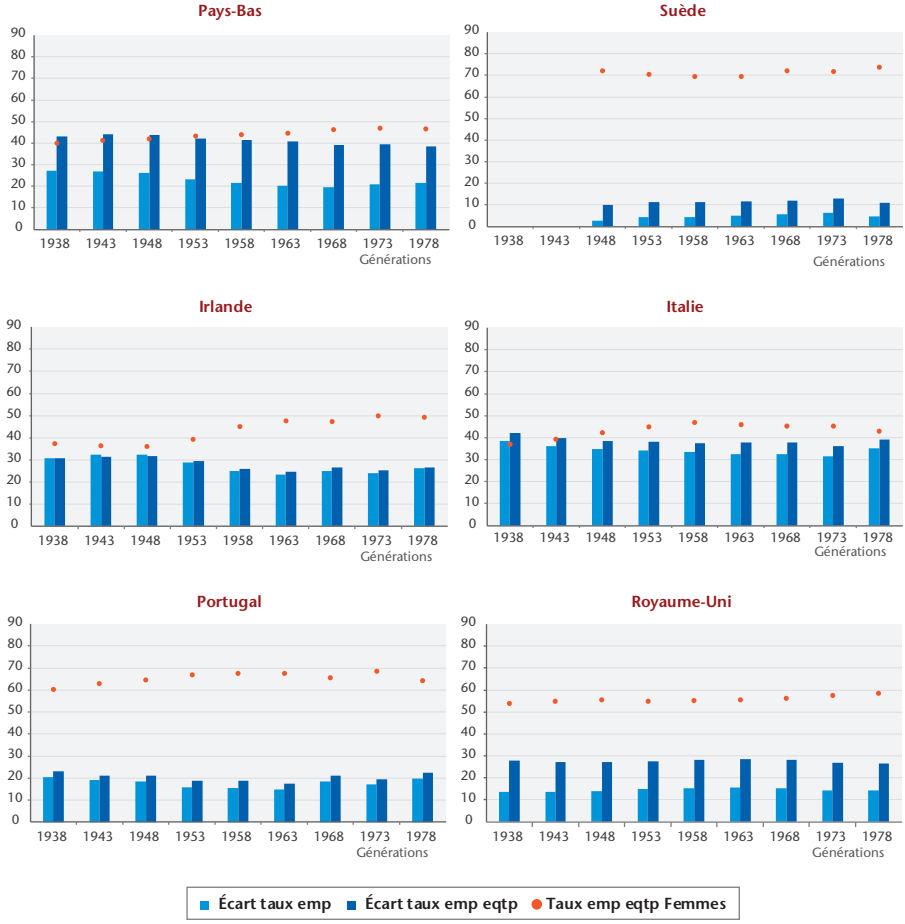
les écarts avec les hommes sont stables. En Allemagne, Autriche, Finlande, France, les femmes nées à la fin des années 1970 ont des taux d'emploi en équivalent temps plein inférieurs à ceux des femmes nées à la fin des années 1950. Cette tendance montre un essoufflement de l'accroissement de l'emploi des femmes, alors que le niveau atteint reste plus faible que celui atteint en Suède. En Italie, le niveau d'emploi des femmes est faible par rapport aux autres pays européens et aucune dynamique n'est visible pour les générations récentes.

Graphique 6. Évolution de l'écart de taux d'emploi entre femmes et hommes, de l'écart de taux d'emploi en équivalent temps plein ainsi que le taux d'emploi en équivalent temps plein par génération (en %)



Sources : Labour Force Survey, calculs des auteurs.

Graphique 6bis. Évolution de l'écart de taux d'emploi entre femmes et hommes, de l'écart de taux d'emploi en équivalent temps plein ainsi que le taux d'emploi en équivalent temps plein par génération (en %)



Sources : Labour Force Survey, calculs des auteurs.

Ce constat relativise les avancées en matière d'accroissement de l'emploi des femmes en Europe. L'importance du temps partiel, variable selon les pays, et les interruptions de carrière des femmes renforcent en particulier les inégalités de salaire.

2.2. Écart de salaire et temps partiel

iii) L'écart de rémunération globale

Dans tous les pays les femmes perçoivent en moyenne des rémunérations plus faibles que les hommes. Le temps partiel est un facteur explicatif majeur de ces inégalités, de même que la ségrégation professionnelle et la ségrégation verticale (entre professions et positions hiérarchiques). Par ailleurs, dans les pays dans lesquels la participation des femmes au marché du travail est faible, les caractéristiques des femmes qui travaillent sont plus favorables que celle des hommes, et les écarts de salaire sont plus faibles. Ce biais de sélection peut être important, en Italie notamment où le taux d'activité des femmes est faible.

Pour distinguer le poids du temps de travail, du taux d'emploi des femmes et de salaire horaire, Eurostat propose un indicateur d'écart de rémunération globale (*Gender overall earnings gap*[15])

La rémunération globale des femmes (des hommes) est calculée comme le produit du taux de rémunération horaire moyen des femmes RH_f (des hommes RH_h) du nombre moyen d'heures rémunérées par mois des femmes H_f (des hommes H_h) et le taux d'emploi des femmes TE_f (des hommes TE_h). L'écart de rémunération globale noté ERG s'écrit comme suit :

$$ERG = \frac{(H_h \times RH_h \times TE_h) - (H_f \times RH_f \times TE_f)}{(H_h \times RH_h \times TE_h)}$$

L'ERG calculé par Eurostat correspond à l'écart de rémunération moyen pour l'ensemble de la population. Cet indicateur combine trois éléments :

— le taux d'emploi qui reflète la possibilité effective qu'ont les femmes d'occuper un emploi. Dans les pays dans lesquels les politiques d'articulation entre vie familiale et vie professionnelle sont réduites, le taux de participation des femmes et donc leur taux d'emploi est plus faible (voir section précédente) ;

— le temps de travail, mesuré par le nombre d'heures rémunérées par mois, reflète le type d'emploi auquel les femmes ont accès (temps partiel subi) mais aussi les difficultés ou les préférences en matière d'articulation d'un emploi à temps plein avec la vie familiale ;

— le taux de salaire horaire reflète l'effet de la ségrégation horizontale (entre secteur d'activité) et la ségrégation verticale. Il reflète

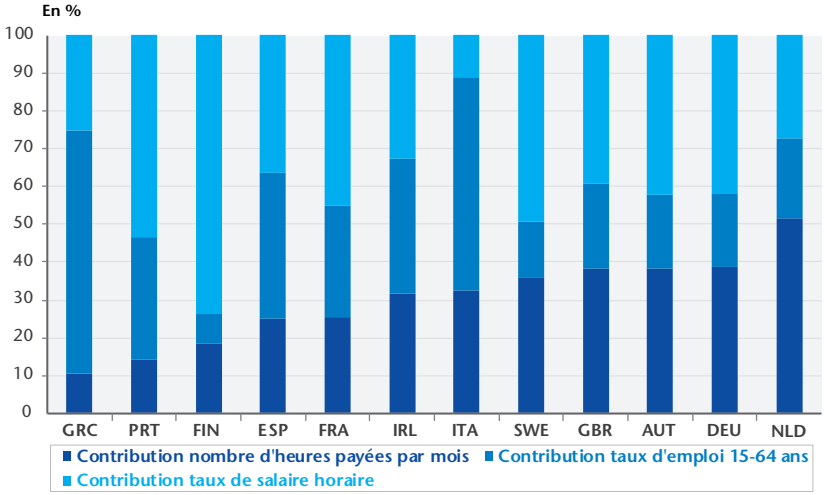
15. http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Gender_statistics

également les discriminations dont les femmes font l'objet sur le marché du travail.

Le tableau 1 montre que les écarts de rémunération globale sont particulièrement élevés aux Pays-Bas, en Allemagne, en Autriche, au Royaume-Uni et en Italie (supérieur à 44 %). En Grèce, Irlande, Espagne et France, ils se situent à un niveau intermédiaire (entre 41 et 31 %). Enfin au Portugal, en Suède et en Finlande les écarts sont proches de 25 %.

Le graphique 7 montre la contribution de ces trois facteurs explicatifs à l'écart de salaire global ; il met en exergue, pour un niveau comparable d'écart de rémunérations, les inégalités structurelles dans l'emploi d'un pays à l'autre.

Graphique 7. Contribution des facteurs temps de travail, taux de salaire et taux d'emploi à l'écart de salaire global



Source : Eurostat.

Si l'écart de rémunération globale est comparable en Italie et aux Pays Bas (autour de 45 %), il s'explique principalement par un écart de taux d'emploi entre femmes et hommes en Italie alors qu'au Pays-Bas il est dû à des écarts de temps de travail, du fait d'un développement massif du temps partiel des femmes néerlandaises. En Allemagne, Autriche et Royaume-Uni, pays dans lesquels les écarts de rémunérations sont comparables, la structure des inégalités professionnelles est similaire. Dans ces trois pays les facteurs explicatifs sont d'une part l'écart de temps de travail entre les sexes et l'écart de taux de salaire horaire.

Tableau 1. Écart de salaire global en 2014 en Europe

	Taux de salaire moyen		Nombre moyen d'heures payées par mois		Taux d'emploi en % (15-64 ans)		Écart de salaire global
	Hommes	Femmes	Hommes	Femmes	Hommes	Femmes	
Finlande	21,8	17,8	161,0	153,0	69,5	68,0	**24 %**
Portugal	8,1	6,9	168,0	161,0	65,8	59,6	**26 %**
Suède	22,2	19,1	165,0	148,0	76,5	73,1	**26 %**
France	18,8	15,9	154,0	140,0	67,3	60,4	**31 %**
Espagne	12,8	10,9	162,0	145,0	60,7	51,2	**36 %**
Irlande	26,2	22,6	149,0	129,0	68,3	58,0	**37 %**
Grèce	10,1	8,8	164,0	155,0	58,0	41,1	**41 %**
Italie	15,9	14,9	175,0	145,0	64,7	46,8	**44 %**
Autriche	17,6	13,7	167,0	133,0	75,2	66,9	**45 %**
Royaume-Uni	20,9	16,6	162,0	129,0	76,8	67,1	**45 %**
Allemagne	19,9	15,4	154,0	122,0	78,1	69,5	**45 %**
Pays-Bas	19,4	16,3	145,0	104,0	78,1	68,1	**48 %**

Source : Eurostat, Structure of earnings survey (earn_ses_hourly) (earn_ses_monthly) (lfsa_ergaed) (teqges01).

3. Conclusion

L'égalité des femmes et des hommes est une des valeurs fondatrices de l'UE. Pour orchestrer l'égalité professionnelle au sein des pays membres, l'UE s'appuie sur deux types de politiques. La première qualifiée de *Hard Law* rassemble les directives et le droit communautaire qui engagent les pays membres. Elle est ancrée dans le Traité de Rome et se déploie progressivement à partir des années 1970. La seconde qualifiée de *Soft Law* et développée à la fin des années 1990 regroupe les stratégies, recommandations et objectifs chiffrés non contraignants pour les États membres (Fagan et Rubery, 2018)[16]. Ces deux approches cohabitent mais ne sont pas toujours articulées de façon cohérente. L'égalité salariale fait l'objet d'une attention particulière de la part du droit communautaire, notamment du droit anti-discrimination, de même que la protection des travailleurs-euses à temps partiel, mais elle ne fait l'objet d'aucun objectif chiffré. Les recommandations en matière d'accueil des enfants et les orientations en matière de congés parentaux accompagnent la stratégie européenne pour accroître l'emploi des femmes. En revanche, les cibles de taux d'emploi ne prennent pas en compte le temps de travail, or le temps partiel reste un facteur explicatif majeur des inégalités de rémunération. Enfin, si les avancées ont été importantes, la crise économique des années 2008 a conduit à relayer au second plan l'objectif d'égalité professionnelle ou même celui de réduction de l'écart de taux d'emploi entre les sexes. Pour faire de l'égalité professionnelle non plus seulement une valeur fondatrice de l'Europe mais une réalité, l'UE devrait adopter une stratégie cohérente proposant davantage de contraintes, notamment s'agissant du temps partiel. Cette approche ne doit pas rester centrée sur l'offre, *via* le développement des politiques d'articulation vie familiale-vie professionnelle notamment, mais elle doit également se pencher sur la demande, en questionnant le fonctionnement des institutions du marché du travail (négociations syndicales, grilles de salaire, type d'emplois proposés, contrat de travail, salaire minimum, etc.) et leurs effets sur les inégalités professionnelles (Forth et Metcalf, 2005).

16. https://www.eurofound.europa.eu/observatories/eurwork/industrial-relations-dictionary/soft-law

Références

Afsa C. et S. Buffeteau, 2006, « L'activité féminine en France : quelles évolutions récentes, quelles tendances pour l'avenir? », *Économie et Statistique*, n° 398-399, pp. 85-8.

Akgunduz Y. E. et J. Plantenga, 2013, « Labour Market Effects of Parental Leave in Europe », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 37, n° 4, pp. 845-862. http://doi.org/10.1093/cje/bes052

Akgunduz Y. E. et J. Plantenga, 2015, « Childcare Prices and Maternal Employment: A Meta-Analysis », *Discussion Paper Series, Utrecht University, School of Economics*, n° 15-14.

Albrecht J., A. Björklund et S. Vroman, 2003, « Is There a Glass Ceiling in Sweden? », *Journal of Labor Economics*, vol. 21, n° 1, pp. 145-177.

Bettio F., P. Janneke et M. Smith, 2013, *Gender and the European Labour Market*, New York, Routledge.

Bettio F., J. Plantenga et M. Smith, 2013, *Gender and the European Labour Market*, New York, Routledge.

Brilli Y., D. Del Boca et C. D. Pronzato, 2016, « Does Child Care Availability Play a Role in Maternal Employment and Children's Development? Evidence from Italy », *Review of Economics of the Household*, 14(1), pp. 27-51.

Bruning G. et J. Plantenga, 1999, « Parental Leave and Equal Opportunities: Experiences in Eight Europena Countries », *Journal of European Social Policy*, vol. 9, n° 3, pp. 195-209.

Bünning M. et M. Pollmann-Schult, 2016, « Family Policies and Fathers' Working Hours: Cross-National Differences in the Paternal Labour Supply », *Work, Employment and Society*, vol. 30, n° 2, pp. 256-274.

Datta Gupta N., N. Smith et M. Verner, 2008, « Perspective Article: The Impact of Nordic Countries' Family Friendly Policies on Employment, Wages, and Children », *Review of Economics of the Household*, vol. 6, n° 1, pp. 65-89.

Ellina C. A., 2003, *Promoting Women's Rights: The Politics of Gender in the European Union*, New York, Routledge.

Eydoux A., A. Math et H. Périvier, 2014, « European Labour Markets in Times of Crisis: A Gender Perspective », *Revue de l'OFCE*, n° 133, avril.

Fagan C. et J. Rubery, 2018, « Advancing Gender Equality Through European Employment Policy: The Impact of the UK's EU Membership and the Risks of Brexit », *Social Policy and Society*, vol. 17, n° 2, pp. 297-317.

Forth J. et H. Metcalf, 2005, « Comment on How to Close the Gender Pay Gap in Europe by Jill Rubery, Damian Grimshaw and Hugo Figueiredo », *Industrial Relations Journal*, vol. 36, n° 3, pp. 214-216.

Guillot O., 2004, « Choix d 'activité des mères vivant en couple et recours aux services de garde d'enfants », *Economie & Prévision*, n° 162.

Haas L., 2003, « Parental Leave and Gender Equality: Lessons from the European Union », *Review of Policy Research*, vol. 20, n° 1, pp. 89-114.

Haataja A., 2009, « Fathers' Use of Paternity and Parental Leave in the Nordic Countries », *Online Working Paper*.

Karamessini M. et J. Rubery (eds), 2013, *Women and Austerity: The Economic Crisis and the Future for Gender Equality*, in M. Karamessini et J. Rubery (eds.), Routledge.

Lewis J., 2006, « Work/Family Reconciliation, Equal Opportunities and Social Policies: The Interpretation of Policy Trajectories at the EU Level and the Meaning of Gender Equality », *Journal of European Public Policy*, vol. 13, n° 3, pp. 420-437.

Marc C., 2004, « L'influence des conditions d'emploi sur le recours à l'APE : une analyse économique du comportement d'activité des femmes », *Recherches et Prévisions*, n° 75, pp. 21-38.

Maurin E. et D. Roy, 2008, *L'effet de l'obtention d'une place en crèche sur le retour à l'emploi des mères et leur perception du développement de leurs enfants,* CEPREMAP, Docweb *n°* 0807.

Milewski F., 2013, « Le travail à temps partiel », *OFCE Les Notes*, n° 38, 12 p.

Périvier H., 2018, « Recession, Austerity and Gender: A Comparison of Eight European labour markets », *International Labour Review*, vol. 157, n° 1, pp. 1-37.

Plantenga J. et C. Remery, 2009, « The Provision of Child-Care Services: A Comparative Review of Thirty European Countries », *European Commission's Expert Group on Gender and Employment Issues (EGGE)*.

Rossilli M., 1997, « The European Community's Policy on the Equality of Women. From the Treaty of Roma to the Present », *The European Journal of Women's Studies*, vol. 4, n° 1, pp. 63-82.

Smith M. et P. Villa, 2010, « The Ever-Declining Role of Gender Equality in the European Employment Strategy », *Industrial Relations Journal*, vol. 4, n° 6, pp. 526-543.

Stratigaki M., 2004, « The Cooptation of Gender Concepts in EU Policies: The Case of 'Reconciliation of Work and Family' », *Social Politics*, vol. 1, n° 1, pp. 30-56.

Vuri D., 2016, « Do Childcare Policies Increase Maternal Employment », *IZA World of Labor*, mars, pp. 1-10.

ANNEXE

Encadré méthodologique

Les données

Enquête sur les forces de travail européennes (*Labour Force Survey*).

Ces enquêtes collectent des informations détaillées et harmonisées entre pays de l'Union européenne sur la situation vis-à-vis de l'emploi et le nombre d'heures travaillées par les individus. L'emploi et la participation sont définis en suivant la notion du BIT. Le nombre d'heures se réfère au nombre d'heures habituellement travaillées et déclarées par les enquêtés.

Taux d'emploi en équivalent temps plein

Nous calculons à partir des *Enquêtes sur les forces de travail européennes (Labour Force Survey)* des taux d'emplois en équivalent temps plein. Pour cela, chaque emploi est pondéré par le nombre d'heures travaillées. Suivant la correspondance proposée par Afsa et Buffeteau (2006), un emploi à temps plein est défini comme un emploi dont le nombre d'heures travaillées est supérieur ou égal à 35. Si le nombre d'heures est compris entre 25 et 34, nous assignons un poids de 75 % d'un emploi à temps plein, un poids de 50 % si le nombre d'heures est compris entre 15 et 24, et un poids de 25 % si le nombre d'heures est inférieur à 14 heures de travail.

Taux d'emploi en équivalent temps plein par cohorte

Nous isolons les différences de taux d'emploi entre cohortes en les séparant des effets liés à l'âge et à l'année d'observation en utilisant la décomposition proposée par Afsa et Buffeteau (2006). Nous supposons que le taux d'emploi en équivalent temps plein pour chaque individu i appartenant à la cohorte C observé l'année t à l'âge a peut s'écrire :

$$EQT_{iact} = \gamma_c + \gamma_a + \gamma_t + u_{iact}$$

où u_{iact} est un terme d'erreur et les paramètres γ_c, γ_a, et γ_t sont des paramètres spécifiques à chaque cohorte, groupe d'âge et année d'estimation, qui capturent l'effet moyen de ces dimensions sur les taux d'emplois. À partir des estimations du modèle précédent sur un échantillon comprenant plusieurs années, le taux d'emploi $EQTP$ estimé $\hat{T}_c$ pour la cohorte C est ensuite obtenu en prenant :

$$\hat{T}_c + \hat{\gamma}_c + \gamma_t$$

où $\hat{\gamma}_c$ est l'effet de cohorte estimé tandis que

$$\gamma_a = \sum_a \hat{\gamma}_a \text{ et } \gamma_t = \sum_t \hat{\gamma}_t$$

sont la moyenne des effets d'âge et d'années estimées sur l'échantillon. Nous estimons ce modèle à partir des *Enquêtes sur les forces de travail européennes (Labour Force Survey)* 1985, 1990, 1995, 2000, 2005, 2005 et 2010. Les cohortes sont définies à partir de 7 cohortes par leur année de naissance par intervalle de 5 ans (1945-49,1950-54, 1955-1959, 1960-1964, 1965-69, 1970-74, 1975-79) et 6 groupes d'âge, qui sont également définis par intervalles de 5 ans (25-29, 30-34, 35-40, 41-44, 45-50, 51-55).

L'AMPLEUR DES DÉSAJUSTEMENTS EN ZONE EURO EN 2017

Bruno Ducoudré, Xavier Timbeau, Sébastien Villemot
Sciences Po, OFCE

Les années pré-crise 2008 ont été marquées par un creusement des déséquilibres internes à la zone euro, certains pays (Allemagne, Pays-Bas, …) accumulant des créances sur d'autres (Italie, Espagne, Grèce, Portugal, …). Par la suite les ajustements – compression des demandes internes, ajustement des coûts salariaux – ont déplacé les déséquilibres vers l'extérieur, la zone euro devenant structurellement excédentaire dans ses échanges avec le reste du monde, sans toutefois résoudre l'ensemble des déséquilibres intra zone.

L'objectif de cet article est de faire un point sur l'état des déséquilibres internes à la zone euro, à partir d'une modélisation des taux de change d'équilibre basée sur une approche FEER (*Fundamental Equilibrium Exchange Rates*). Notre approche consiste à modéliser les prix des 11 principales économies de la zone euro, en prenant en compte la structure des échanges intra zone, la sensibilité des balances commerciales aux prix relatifs, la position des économies dans le cycle, et en posant des contraintes sur l'évolution des positions extérieures nettes. Nous en déduisons des cibles de balances courantes et des prix relatifs qui permettent d'estimer les désajustements intra zone euro sur la période 2002-2017. Ces désajustements correspondent aux variations de prix de valeur ajoutée qui doivent être réalisés simultanément pour que tous les pays atteignent leur cible de balance courante à un horizon de 20 ans.

Nos résultats indiquent une réduction des déséquilibres depuis 2008, mais il subsiste un désajustement substantiel entre l'Allemagne et la France : le différentiel nominal relatif entre ces deux pays du cœur de la zone euro atteint le niveau substantiel de 20 % en 2017. Parmi les 11 pays, le désajustement moyen par rapport au niveau de l'euro, en valeur absolue atteindrait lui aussi 20 % en 2017, en baisse de 28 points par rapport à son pic de 2008.

Nous réalisons également des tests de sensibilité de nos résultats à diverses hypothèses (horizon de l'ajustement, *output gaps*, taux de croissance potentiels, taux d'intérêt réels). Ces tests confirment la magnitude et la robustesse des désajustements estimés.

Ces déséquilibres persistant font désormais peser un double risque sur la zone euro : d'abord un risque d'appréciation de l'euro qui pèserait à moyen terme sur l'activité économique et la poursuite de la résorption du chômage ;

ensuite, si ce premier risque se matérialise, on peut s'attendre à un renforcement des difficultés pour les pays qui connaissent un taux de change réel surévalué vis-à-vis de la moyenne de la zone euro.

Mots clés : taux de change d'équilibre, balance commerciale, compétitivité-prix.

Les premières années d'existence de l'euro, jusqu'à la crise de 2007-2008, ont été marquées par le creusement des déséquilibres entre pays dits du Nord (ou du cœur) et ceux dits du Sud (ou de la périphérie) de l'Europe. L'Allemagne et les Pays-Bas ont progressivement atteint des excédents courants importants, alors que dans le même temps, l'Italie et l'Espagne prenaient la direction opposée, leurs déficits se creusant significativement. C'est aussi vrai pour la France, mais dans une moindre mesure. Ces déséquilibres de balance courante se sont ainsi retrouvés au cœur du processus qui a mené à la crise de la zone euro à partir de 2009 : dans les pays en déficit, les flux de capitaux ne se sont pas orientés vers des secteurs induisant des gains de productivité et de la capacité à exporter, mais ont plutôt alimenté des bulles immobilières ou financé des secteurs à faible rendement ainsi que du crédit immobilier et à la consommation. Dès lors, les évolutions des déficits courants n'étaient pas soutenables, et un ajustement devenait inévitable.

L'ajustement du compte courant n'était pas possible par l'ajustement des taux de change nominaux, tandis que le défaut sur les dettes publiques n'était considéré que comme une solution de dernière limite, utilisé partiellement et uniquement dans le cas de la Grèce. Cet ajustement a néanmoins eu lieu : à partir de 2009, les déficits se sont résorbés et ont quasiment disparu dès 2013. La compression de la demande interne, *via* la crise économique et les politiques de consolidation budgétaire qui l'ont suivie, a initié l'ajustement. La montée du chômage, les politiques de dérégulation des marchés du travail et les pressions déflationnistes induites ont pris le relai en permettant des gains de compétitivité-prix et un léger redémarrage des exportations dans les pays les plus touchés par la crise (Portugal, Espagne, Italie, Irlande et Grèce).

Pour autant, l'écart reste significatif entre pays du Nord et pays du Sud, notamment au regard des situations radicalement différentes vis-à-vis du chômage, et on ne peut pas encore parler de re-convergence. Par ailleurs, la résorption des déficits (italiens et espagnols) mais pas des

excédents (allemands et néerlandais) a radicalement changé le rapport de la zone euro au reste du monde : alors que la zone avait un compte courant proche de l'équilibre entre 2001 et 2008, un excédent significatif se forme à partir de 2012, pour atteindre 3,5 % du PIB en 2017. Autrement dit, le déséquilibre, qui était interne à la zone euro, s'est déplacé en un déséquilibre externe entre la zone euro et le reste du monde, ce qui appelle à terme une appréciation de l'euro face aux autres monnaies.

La présente étude vise à actualiser la quantification des ajustements qui restent à effectuer pour parvenir à résorber ces différents déséquilibres de balance courante à l'intérieur de la zone euro, à partir d'une analyse s'appuyant sur le concept de taux de change réel d'équilibre (*cf.* Villemot *et al.*, 2018). Cette analyse repose sur l'idée qu'il est possible de calculer des taux de change réels d'équilibre au sein même de la zone euro : si le taux de change nominal entre ces pays ne varie pas du fait de l'union monétaire, les niveaux de prix relatifs permettent tout de même des ajustements de taux de change réel.

Nous procédons également à une analyse de la robustesse des résultats au regard des hypothèses sous-jacentes à l'évaluation. Les ajustements nécessaires pour résorber les déséquilibres sont calculés sous la contrainte d'une stabilisation de la position extérieure nette de chaque pays à un niveau supérieur à la limite fixée par la procédure de déséquilibres macroéconomiques (-35 % du PIB). Leur ampleur dépend des hypothèses retenues sur l'horizon de stabilisation de la PEN (position extérieure nette), sur les taux d'intérêt réels (qui déterminent les flux d'intérêts nets avec le reste du monde) et le taux de croissance potentielle (qui indique la capacité à accroître la créance ou la dette nette sur le reste du monde tout en maintenant stable le ratio de créance nette sur le PIB). Nous étudions également la sensibilité des résultats à l'hypothèse retenue pour l'*output gap*, qui conditionne la demande en importations, donc le solde commercial à moyen terme.

Nos estimations confirment une diminution des déséquilibres internes à la zone euro depuis 2009, qui s'est poursuivie en 2017. Des désajustements substantiels subsistent : le désajustement moyen (en valeur absolue) par rapport au niveau de l'euro s'élevait à 10% en 2017, et l'on estime le différentiel nominal relatif entre l'Allemagne et la France à 20 %, en baisse de 5 points par rapport à 2016. Les analyses de sensibilité des résultats indiquent une faible sensibilité des évaluations de désajustement aux hypothèses retenues sur l'horizon

considéré, le taux d'intérêt réel, le taux de croissance potentiel et l'*output gap* de chacun des pays, ce qui conforte notre diagnostic.

1. Modéliser les taux de change d'équilibre en zone euro

L'approche que nous développons dans cet article s'inscrit dans la perspective FEER (*Fundamental Equilibrium Exchange Rate,* Cline, 2008 ; Williamson, 1994). L'approche se fait en deux étapes (Cline, 2008 ; Williamson, 1994). Dans un premier temps, une valeur d'équilibre du compte courant (ou de la balance commerciale) est estimée, en fonction de considérations théoriques et empiriques. Dans un second temps, le taux de change réel permettant d'atteindre cet objectif est calculé par le biais d'une maquette de commerce extérieur faisant intervenir volumes et prix d'imports et d'exports ; les élasticité-prix des volumes d'exportation et d'importation sont les paramètres clés de ce cadre analytique.

Cette approche est la seule qui permet de concevoir un cadre véritablement multilatéral où les déséquilibres de plusieurs pays peuvent être analysés simultanément en tenant compte de l'ensemble des interdépendances et des contraintes d'équilibre général existante (*cf.* Villemot *et al*, 2018). Parmi les différentes variantes de la méthode FEER, celle que nous développons présente les caractéristiques suivantes qui la distinguent de la littérature :

1. Pour mieux prendre en compte la matrice des échanges commerciaux au sein de la zone et intégrer l'ensemble des interactions stratégiques, notre approche repose sur un modèle multi-pays des 11 principales économies de la zone euro. En revanche, le reste du monde n'est pas modélisé, mais est considéré comme un résidu, ce qui signifie que notre approche ne rend pas compte du fait que certains pays de la zone commercent davantage, relativement à d'autres, avec la Chine par exemple. Notre modèle rend précisément compte des désajustements internes à la zone, mais ne permet pas d'étudier une déformation des taux de changes entre monnaies hors euro ;
2. Nous définissons le compte courant d'équilibre comme celui qui stabilise la position extérieure nette (c'est-à-dire la différence entre actifs et passifs des résidents domestiques vis-à-vis des unités non résidentes) à un horizon temporel de moyen terme, sous une contrainte d'endettement maximal. L'idée est qu'il

n'est pas possible d'accumuler une trop grande dette extérieure sans créer de crise de balance des paiements[1]. Il n'existe pas de seuil maximum défini théoriquement, et nous imposons donc une limite inférieure arbitraire pour la position extérieure nette à -35 % du PIB, correspondant à la norme définie par la procédure de déséquilibres macroéconomiques de la Commission. Au-dessus de ce seuil, seule la stabilisation de la position extérieure nette est requise, ce qui peut toutefois demander une réduction de l'excédent courant pour les pays en fort surplus ; l'idée est qu'il n'est pas non plus possible d'accumuler trop d'actifs (car ils sont la contrepartie de passifs), même si la contrainte de stabilisation est arbitraire et restrictive.

3. Nous adoptons une solution directe au problème de la surdétermination des taux de change : comme nous nous intéressons avant tout à la zone euro, le reste du monde est considéré comme un résidu ; autrement dit, la contrainte d'équilibre de la zone euro détermine par symétrie celle du reste du monde.

Le modèle

La première étape, étant donné les cibles de positions extérieures nettes, consiste à calculer les cibles de balances courantes correspondantes. Soit *i* l'indice pays, $TB_{i,t}$ la balance commerciale (*trade balance*) en ratio du PIB du pays *i*, $CA_{i,t}$ la balance courante (*current account*) en ratio du PIB, $NIIP_{i,t-1}$ la position extérieure nette (*net international investment position*) en ratio du PIB, *r* le taux d'intérêt réel, π le taux d'inflation.

On peut alors calculer la part R_i de la balance courante (exprimée en ratio du PIB) qui n'est pas expliquée par le commerce ou par les paiements d'intérêts sur la position extérieure :

$$R_{i,t} = CA_{i,t} - TB_{i,t} - (r + \pi)NIIP_{i,t-1} \qquad \#(1)$$

Ce résidu est non nul soit en raison de transferts (envoi de fonds, annulation de dette, …), d'erreurs ou d'omissions, soit parce que l'hypothèse sur le taux d'intérêt *r* ne correspond pas au taux d'intérêt effectif moyen sur la position extérieure nette[2].

1. C'est d'ailleurs l'argument repris par la Commission européenne pour justifier l'intégration de la position extérieure nette dans la procédure de déséquilibres macroéconomiques (Commission européenne, 2012).

Puis, étant donné la croissance potentielle g_i, l'horizon d'ajustement h et la cible de position extérieure nette $\overline{NIIP_i}$, en négligeant l'indice de temps la cible de balance commerciale correspond à[3] :

$$\overline{TB_i} = \frac{\overline{NIIP_i} - NIIP_i \left(\frac{1+r+\pi}{1+g_i+\pi}\right)^h}{\sum_{j=0}^{h-1} \left(\frac{1+r+\pi}{1+g_i+\pi}\right)^j} - R_i \qquad \#(2)$$

Cette cible de balance commerciale est telle que si le pays s'ajustait à cette nouvelle valeur dès aujourd'hui, alors sa position extérieure nette atteindrait la cible en h années (à condition bien sûr que les hypothèses sur la croissance, le taux d'intérêt et le taux d'inflation soient vérifiées).

Il convient de noter que ce calcul incorpore d'autres hypothèses. D'une part, le résidu R_i est supposé constant dans le temps[4] ; incidemment, cela fait que si la valeur choisie pour r s'avère fausse, nos calculs de taux d'intérêt ne seront erronés que sur la différence entre la position extérieure initiale et sa cible. D'autre part, nous faisons l'hypothèse que les variations de position extérieure nette sont uniquement dues à l'accumulation de surplus ou de déficits de la balance courante et non pas à des effets de valorisation : cela semble une hypothèse raisonnable dans la mesure où il n'y a pas de régularité ni de tendance dans ces effets de valorisation (voir Pupetto et Sode, 2012, p. 30 pour plus de détails[5]). Enfin, des pays ayant des positions extérieures nettes très proches peuvent avoir des ajustements très différents dès lors que les valeurs respectives de la part R_i de la balance courante non expliquée par le commerce ou par les paiements d'intérêts sur la position extérieure diffèrent.

Afin de calculer les désajustements intra zone euro, nous modélisons ensuite[6] les déterminants de la balance courante : exportations et importations en volume, prix d'exportation et d'importation,

2. Il est en particulier nécessaire d'intégrer les variations de valorisation des actifs et des passifs dans la dynamique de la position extérieure et le taux d'intérêt observé peut peiner à le faire.
3. *Cf.* Annexe pour la démonstration.
4. Dit autrement, la cible de position extérieure nette est calculée pour une valeur donnée du résidu.
5. Cela étant, sous l'hypothèse d'un excédent courant persistant de la zone euro et d'une appréciation à venir du taux de change effectif de l'euro, on pourrait avoir une dépréciation notable des actifs accumulés dès lors qu'ils sont libellés en monnaie étrangère (principalement en dollars). Nous ne quantifions pas ce phénomène, mais il pourrait être d'une importance notable.
6. *Cf.* Villemot *et al.* (2018) pour une présentation détaillée du modèle.

demande adressée, prix des concurrents, prix d'importation et prix de valeur ajoutée.

Étant donné les variations des exportations, des importations, des prix et de la production, on peut calculer la variation en point de pourcentage du ratio de la balance commerciale rapportée au PIB[7] :

$$\Delta TB_i = X_i(p_i^X + x_i) - M_i(p_i^M + m_i) - TB_i(p_i^{VA} + y_i)$$

La solution du modèle est définie par un vecteur x, m, p^{VA}, p^X, p^M, p^{EX}, p^{EM}, d^{EX} satisfaisant les équations du modèle, sous la contrainte que les balances commerciales atteignent leur cible (*c.-à-d.* $\Delta TB_i = \overline{TB_i} - TB_i$ pour tous les pays) et étant donné les hypothèses sur les variations de production et de taux de change (dans notre scénario central, les écarts de production sont supposés se fermer, de telle sorte que les variations de production y sont égales à l'opposé des écarts de production calculés pour 2017, et le taux de change de l'euro est supposé constant, soit $e = 0$).

Enfin, étant donné une solution du modèle, on peut calculer les variations de taux de change effectif réel (*real effective exchange rate*, REER) pour chaque pays :

$$reer_i = p_i^{VA} - \left(\sum_j \left(\frac{wm_i^j + wx_i^j}{2} \right) p_j^{VA} + \left(\frac{wm_i^{RoW} + wx_i^{RoW}}{2} \right) e \right)$$

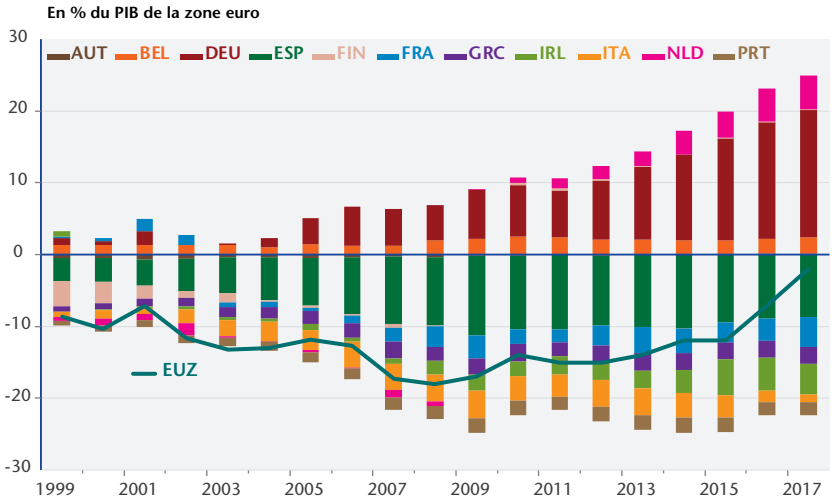
Il est aisé de montrer que la variation de taux de change effectif réel ainsi obtenue est indépendante[8] de l'hypothèse faite sur le taux de change nominal e (autrement dit, notre modèle respecte le principe de neutralité monétaire[9] ; en revanche, bien entendu, les prix nominaux de valeurs ajoutées p_i^{VA} obtenus dépendent du taux de change nominal).

7. Rappelons que les variables endogènes dénotées avec des lettres minuscules représentent des log-déviations par rapport à un niveau de référence. X_i, M_i et TB_i sont exprimées en ratio de PIB.
8. Dit autrement, les désajustements sont indépendants de l'hypothèse retenue sur le taux de change de l'euro vis-à-vis du reste du monde.
9. Ce résultat repose sur l'hypothèse qu'une variation du taux de change nominal de l'euro affecte les prix de valeur ajoutée de façon identique entre pays : la rétroaction du taux de change sur le prix de valeur ajoutée *via* son impact sur le prix de consommation, qui rétroagit sur le salaire, donc sur le prix de valeur ajoutée est supposée identique. Elle pourrait toutefois être différenciée entre pays compte tenu de compositions des biens et services consommés en importations et des mécanismes d'indexation salariale propres à chaque pays.

2. Données et calibration du modèle

Le modèle inclut les 11 pays les plus importants, en termes de poids dans le PIB de la zone euro. Les données de position extérieure nette (graphique 1), balance courante (graphique 2) et balance commerciale proviennent d'Eurostat (année 2017). Celles pour les écarts de production proviennent de l'OCDE (année 2017, *Perspectives Économiques de l'OCDE*, n° 103). Les pondérations pour les exportations et les importations sont calculées à partir de la base CHELEM du CEPII (année 2013).

Graphique 1. Évolution des positions extérieures nettes en zone euro



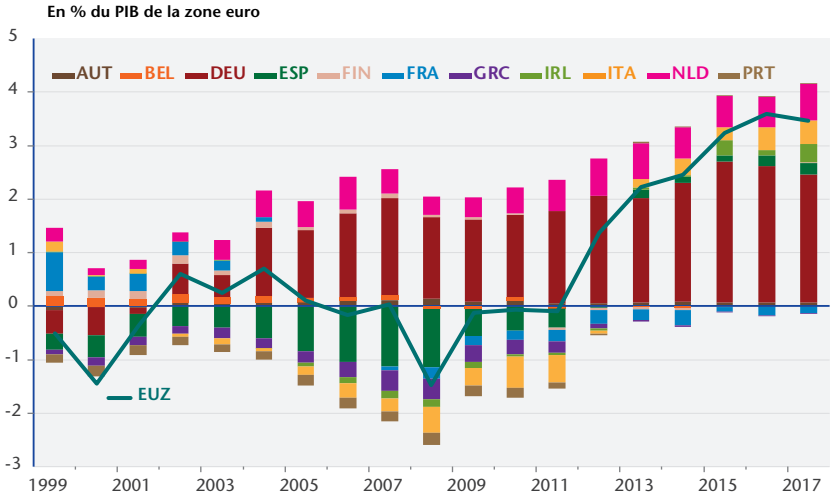
Sources : BCE, Eurostat.

Le taux d'inflation π est fixé à la cible de la Banque centrale européenne, soit 2 %. Dans le scénario central, le taux d'intérêt réel r est fixé à 1 % et l'horizon h est égal à 20 années.

La cible de position extérieure nette $\overline{NIIP_i}$, pour chaque pays et qui permet de calculer TB_i est égale à la position extérieure nette du pays observée en 2017 (c'est-à-dire que l'objectif est de stabiliser cette position), sauf dans le cas où celle-ci est inférieure à -35 %, auquel cas la cible est à -35 %. Cette cible correspond à la limite inscrite dans la procédure de déséquilibre macroéconomique (Commission européenne, 2012).

L'élasticité des importations du reste du monde à la production est calibrée à l'unité.

Graphique 2. Évolution des soldes courants en zone euro



Source : Eurostat.

Enfin, le tableau 1 donne les hypothèses de croissance potentielle g, d'élasticité des importations à la production domestique ω_i, ainsi que les valeurs utilisées pour les élasticité-prix des volumes et prix d'exportation et d'importation (respectivement ε^X, ε^M, ε^{PX}, et ε^{PM}).

Tableau 1. Croissance potentielle et élasticités du commerce extérieur

	g	Output gap	ω_i	ε^X	ε^M	ε^{PX}	ε^{PM}
Allemagne	1,02 %	1,3 %	0,87	0,65	0,80	0,27	0,82
Autriche	1,39 %	-0,5 %	0,66	0,60	0,16	0,18	0,51
Belgique	1,50 %	-0,8 %	0,80	0,47	0,28	0,57	0,79
Espagne	1,40 %	-3,1 %	0,94	1,20	1,10	0,44	0,68
Finlande	1,57 %	-1,7 %	0,74	0,60	0,31	0,57	0,79
France	1,20 %	-1,1 %	1,00	0,62	0,66	0,55	0,62
Grèce	1,00 %	-11,6 %	0,59	0,47	0,37	0,41	0,40
Irlande	1,85 %	2,6 %	1,00	0,60	0,33	0,28	0,51
Italie	0,20 %	-1,7 %	0,92	1,13	0,80	0,45	0,43
Pays-Bas	1,30 %	-0,5 %	0,47	0,60	0,28	0,41	0,36
Portugal	1,04 %	-3,6 %	1,00	0,47	0,56	0,77	0,79

Source : croissance potentielle et élasticité des importations à la demande domestique : estimations OFCE ; élasticité-prix des volumes et des prix d'exportation et d'importation : estimations OFCE pour l'Allemagne, l'Espagne, la France et l'Italie ; Pain *et al.* (2005) pour les autres pays.

Les élasticité-prix des volumes et des prix d'exportation et d'importation retenues impliquent que la condition de Marshall-Lerner généralisée est vérifiée pour tous les pays. Les élasticités-prix des exportations retenues sont plus basses que celles estimées dans la littérature sur données microéconomiques. Les travaux sur données d'entreprises aboutissent à des élasticités-prix des exportations proches de 5, et à des élasticités des exportations aux droits de douane proches de 2 (Bas *et al.*, 2017 ; Fontagné *et al.* 2017). Toutefois, ces élasticités microéconomiques portent sur des variations de prix relatifs pour une entreprise, sous l'hypothèse que les prix des autres entreprises concurrentes, issues du même pays d'origine, restent constants. Or les chocs sur les taux de change affectent indifféremment les entreprises exportatrices d'un même pays, ce qui doit impliquer des élasticités-prix des exportations plus faibles (Fontagné *et al.* 2017). Or notre cas de figure correspond bien à la situation dans laquelle toutes les entreprises d'un même pays sont affectées par le même mouvement de prix relatifs vis-à-vis des autres pays de la zone euro pris un à un. En ce sens les élasticités-prix des exportations que nous retenons sont donc plus faibles. Elles sont également compatibles avec les estimations d'élasticité-prix des exportations aux taux de change estimées par Fontagné *et al.* (2017) pour la France.

3. Quels ajustements internes pour les pays de la zone euro ?

Le tableau 2 donne le niveau des déséquilibres nominaux internes à la zone euro tel que calculé avec le modèle et les données présentées ci-dessus, à la fin de l'année 2017.

Du point de vue du modèle, ces ajustements correspondent aux variations de prix de valeur ajoutée qui doivent être réalisés simultanément pour que tous les pays atteignent leur cible de balance courante. Ces ajustements sont présentés par rapport à la moyenne de la zone euro, afin de se concentrer sur les déséquilibres internes à la zone. On fait ici abstraction du fait que la zone euro, dans son ensemble, affiche un surplus important, qui exerce une pression à l'appréciation de l'euro.

Le modèle indique quatre situations possibles entre la position de départ (une PEN positive ou négative) et l'ajustement à réaliser (sous-évaluation ou surévaluation relativement à la moyenne de la zone

Tableau 2. Position extérieure nette, solde du compte courant et ajustements nominaux nécessaires en 2017 (relativement à la moyenne de la zone euro)

En %

	PEN	Solde du Compte Courant	Ajustements
AUT	5	1,9	8
BEL	56	-0,2	-18
DEU	59	8,0	11
ESP	-81	1,9	-6
FIN	6	0,7	•5
FRA	-20	-0,6	-9
GRC	-141	-0,8	-0
IRL	-156	12,5	21
ITA	-7	2,8	-2
NLD	70	10,2	11
PRT	-106	0,5	-11

Source : calculs OFCE.

euro). Les deux premières sont standards et les deux autres cas sont moins courants. Ils correspondent aux cas où :

1. Le pays connaît une PEN négative en 2017 et doit gagner en compétitivité par rapport à ses concurrents de la zone euro pour stabiliser sa PEN à sa valeur de 2017 (modulo le seuil plancher de -35 % du PIB) ; c'est le cas pour la Grèce, le Portugal, l'Espagne, la France et l'Italie ;
2. Le pays connaît une PEN positive en 2017 et doit perdre en compétitivité par rapport à ses concurrents pour stabiliser la PEN à sa valeur de 2017 ; c'est le cas pour l'Autriche, l'Allemagne et les Pays-Bas ;
3. Le pays connaît une PEN positive en 2017 mais est cependant surévalué par rapport à la moyenne de la zone euro, et doit gagner en compétitivité ; la Finlande et la Belgique sont dans cette situation. Pour ces deux pays, une fois pris en compte la fermeture de l'*output gap* et le résidu du compte courant, une amélioration de la balance courante est nécessaire pour stabiliser la PEN à son niveau de 2017 ;
4. Le pays connaît une PEN négative en 2017 mais est cependant sous-évalué par rapport à la moyenne de la zone euro ; c'est le cas de l'Irlande. Dans ce cas, malgré la prise en compte la fermeture de l'*output gap* et le résidu du compte courant (-14,9 % du PIB en 2017), une dégradation de la balance courante est néces-

saire pour stabiliser la PEN à -35 % du PIB. Rappelons que la balance commerciale de l'Irlande s'élevait à 32,1 % du PIB en 2017, d'où une dynamique spontanée de la PEN à la hausse.

Le fait marquant est le désajustement substantiel entre l'Allemagne et la France. L'Allemagne est ainsi dans une situation de forte sous-évaluation, tandis que la France est surévaluée, si bien que le différentiel nominal relatif entre ces deux pays du cœur de la zone euro atteint le niveau substantiel de 20 %.

En dépit des sacrifices déjà consentis, la Grèce doit, elle, effectuer une dépréciation relative de 30 % : même si la balance courante grecque est aujourd'hui proche de l'équilibre, son écart de production est très creusé, et l'amélioration est donc largement conjoncturelle. Les autres pays d'Europe du Sud (Espagne, Italie et Portugal) sont aujourd'hui dans une situation plus favorable, et affichent une légère surévaluation. À l'inverse, les pays dits du Nord, comme les Pays-Bas et l'Autriche, sont sous-évalués, mais dans une moindre mesure que l'Allemagne.

Nos résultats sont dans l'ensemble cohérents avec les travaux récents proposant une mesure des déséquilibres à partir de méthodes différentes. Ces travaux se basent sur différentes méthodes – méthode BEER dans le cas du CEPII, méthode FEER pour Saadaoui, combinaison de méthodes et jugements du staff pour le FMI – qui ont pour caractéristique commune de ne pas nécessairement assurer la stabilisation de la PEN à long terme, ce qui peut entraîner des écarts entre ces évaluations et la nôtre. Outre l'incertitude qui entoure les évaluations, d'autres sources de différences portent sur la mesure des taux de change réels (indices de prix à la consommation *versus* prix de valeur ajoutée), le nombre de pays considérés ou encore la structure des échanges entre pays. Malgré les différences de méthode et de points de départ, l'ensemble des pays considéré est surévalué par rapport à l'Allemagne (tableau 3), et l'écart France-Allemagne reste également proche de 20 % pour Saadaoui (2018) et le FMI (2018).

Afin de replacer ces écarts dans une perspective historique, le tableau 4 retrace l'évolution de notre mesure de désajustement nominal depuis 2000.

En dépit de quelques oscillations de court terme dues à l'instabilité des données de balance courante, on peut observer que l'indicateur est globalement cohérent, en ligne avec les développements au sein de la zone euro.

Tableau 3. Ajustements nominaux nécessaires en 2017 – Comparaisons (relativement à l'Allemagne)

En %

Ajustement nécessaire	OFCE	CEPII EQCHANGE (Average Currency Misalignments)	Saadaoui 2018 (N = 2016)	FMI (2018)
AUT	-3	-21	na	na
BEL	-29	-11	na	-21
DEU	0	0	0	0
ESP	-17	-17	-2	-22
FIN	-16	-4	-24	na
FRA	-20	-5	-21	-19
GRC	-41	-21	-21	na
IRL	10	-1	-4	na
ITA	-13	-12	-14	-20
NLD	0	-5	na	-5
PRT	-22	-20	-2	na

Sources : Cepii, EQCHANGE, FMI (2018), Saadaoui (2018), calculs OFCE.

Tableau 4. Ajustements nominaux nécessaires, 2000-2017 (relativement à la moyenne de la zone euro)

En %

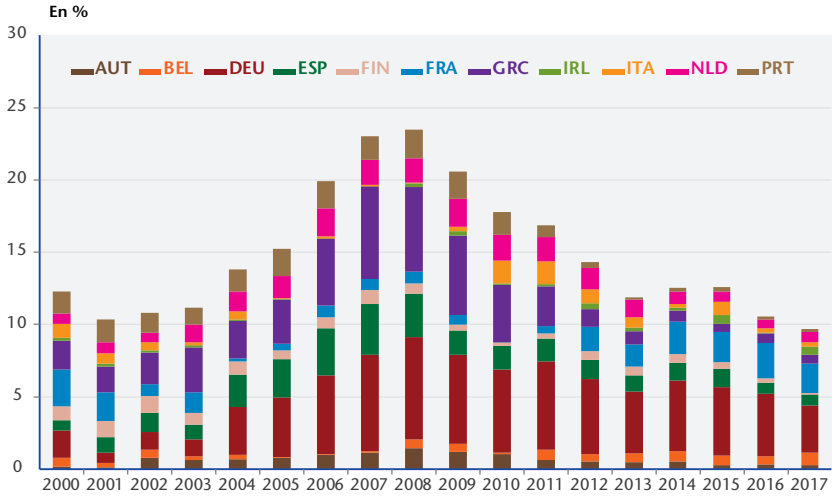
	AUT	BEL	DEU	ESP	FIN	FRA	GRC	IRL	ITA	NLD	PRT
2000	5	17	-6	-7	59	12	-60	14	5	11	-54
2001	4	8	-2	-10	72	9	-56	10	4	11	-55
2002	28	15	4	-12	76	4	-61	9	-3	10	-50
2003	21	8	4	-9	47	6	-72	8	-1	19	-45
2004	23	9	12	-18	53	1	-64	5	-3	22	-53
2005	27	1	15	-20	35	2	-69	2	0	24	-61
2006	34	-1	20	-23	42	4	-81	-2	-1	31	-59
2007	38	3	25	-24	53	3	-90	0	1	26	-53
2008	51	-14	26	-20	36	4	-87	-11	0	25	-61
2009	41	-13	23	-12	20	3	-85	-13	-2	29	-59
2010	35	3	21	-12	11	0	-78	-6	-8	27	-53
2011	20	-15	22	-13	-14	-2	-69	-9	-8	26	-33
2012	16	-11	18	-11	-24	-7	-44	-18	-5	22	-21
2013	14	-14	15	-10	-25	-6	-36	-14	-4	18	-8
2014	16	-16	17	-11	-24	-9	-32	-9	-1	13	-14
2015	8	-15	16	-11	-19	-9	-27	24	-5	10	-15
2016	10	-13	15	-7	-13	-10	-32	2	-2	9	-11
2017	8	-18	11	-6	-5	-9	-30	21	-2	11	-11

Source : calculs OFCE.

Il est intéressant de noter que l'Italie, bien que généralement classée dans les pays de la périphérie, n'a pas subi de désajustement majeur (supérieur à 10 %) du point de vue de notre méthodologie ; cela s'explique par un compte courant resté proche de l'équilibre, et une position extérieure nette qui n'est que légèrement négative (le secteur privé détenant beaucoup d'actifs étrangers, ce qui compense la détention de dette publique par les étrangers).

Le graphique 3 quant à lui rapporte la moyenne (pondérée par le PIB) de la valeur absolue des désajustements rapportés dans le tableau 4. La contribution de chaque pays à cette moyenne est mise en évidence. Ce graphique peut s'interpréter comme une mesure synthétique du niveau des désajustements internes à la zone euro, avec la contribution de chaque pays.

Graphique 3. Indicateur de désajustements nominaux intra-zone euro, avec contributions par pays



Source : calculs OFCE.

Il ressort de cet exercice que les désajustements nominaux au sein de la zone ont d'abord décru les toutes premières années ; l'Allemagne était alors légèrement surévaluée, ce qui l'a conduite a pratiqué une stratégie de désinflation compétitive, qui l'a d'abord ramenée dans la moyenne de la zone. Les déséquilibres atteignent ainsi un creux en 2001, avant de progressivement croître pour atteindre un pic historique en 2008, au moment de l'éclatement de la crise financière mondiale. L'effort d'ajustement des pays du Sud (Portugal, Espagne,

Italie, Irlande et Grèce) est ensuite très net, puisqu'ils ne contribuent plus qu'à hauteur de 25 % à l'indicateur en 2017 contre plus de 50 % entre 2001 et 2007. Cet ajustement n'est pas le seul fait de la contraction de la demande, puisque l'indicateur calculé ici corrige des écarts de production relatifs. Il découle principalement des effets de compétitivité induits par la contraction des coûts salariaux. L'indicateur est cependant dépendant des écarts de production retenus.

Du côté du Nord, même si l'ajustement est aussi visible, il est nettement moins important, si bien que l'Allemagne est aujourd'hui le principal contributeur aux déséquilibres intra-zone (34 % en 2017 après 41 % en 2016). À l'écart du mouvement général de re-convergence, la France a vu sa position se dégrader presque continûment depuis 2011, en dépit de mesures comme le CICE censées traiter ce problème ; cela peut s'expliquer par la plus grande rapidité de l'ajustement dans les pays du Sud, qui neutralise les efforts français, et par la faiblesse des importations des principaux partenaires (Allemagne en tête).

Même si le graphique montre un niveau historiquement bas de désajustements internes en 2017, leur niveau absolu reste toujours élevé. En effet, la valeur de l'indicateur (10 %) peut se comprendre comme le désajustement moyen par rapport au niveau de l'euro, en valeur absolue. Entre deux pays pris au hasard, un écart de 20 % est donc la norme, et le désajustement franco-allemand est précisément de cet ordre de grandeur. Les pressions centrifuges liées aux différentiels de compétitivité ont donc certes diminué, mais elles n'ont pour autant pas disparu, et persistent au sein même du cœur historique de la zone.

4. Tests de sensibilité

Dans cette section, nous réalisons plusieurs tests de sensibilité des résultats aux hypothèses retenues pour le calcul des désajustements en zone euro. Ces tests portent sur l'horizon retenu pour le calcul de l'ajustement, le niveau des taux d'intérêt réels, le niveau des *output gaps* et les taux de croissance potentiels retenus pour chaque pays. Ces tests montrent que la mesure des désajustements est globalement robuste aux hypothèses retenues. Ils viennent compléter les résultats des tests menés sur la valeur des élasticités retenue pour les imports, les exports, les prix d'import et les prix d'export (cf. Villemot *et al.*, 2018).

4.1. Quelle sensibilité à l'horizon d'ajustement ?

Notre mesure des désajustements dépend de l'horizon retenu pour calculer ceux-ci. Raisonnablement, nous avons retenu un horizon de 20 ans, qui paraît suffisamment éloigné pour permettre aux ajustements de se réaliser. Il reste qu'à cet horizon, la position extérieure nette de chaque pays ne fait que « passer » par cette valeur cible. La question se pose donc de savoir si à cet horizon, la cible de PEN reste éloignée ou pas de sa cible de très long terme (son état stationnaire), ou si on peut considérer en première approximation que la PEN de chaque pays est stabilisée, la majeure partie de l'ajustement ayant été réalisée les 20 premières années.

Nous calculons les désajustements pour différents horizons h = {20, 50, 100, 1 000} considérés. Les résultats sont présentés dans le tableau 5. Les ajustements nominaux relativement à la moyenne de la zone euro sont assez peu sensibles à l'horizon retenu pour la majorité des pays. L'écart France-Allemagne passe ainsi à 19% pour un horizon retenu de 100 ans contre 20 % à 20 ans comme à 50 ans.

Tableau 5. Ajustements nominaux nécessaires en 2017 selon l'horizon retenu (relativement à la moyenne de la zone euro)

En %

h =	20	50	100	1 000
AUT	8	7	7	7
BEL	-18	-19	-19	-19
DEU	11	10	9	9
ESP	-6	-4	-4	-3
FIN	-5	-6	-6	-6
FRA	-9	-10	-10	-10
GRC	-30	-12	-5	1
IRL	21	27	29	31
ITA	-2	-3	-3	-4
NLD	11	10	9	9
PRT	-11	-3	0	2

Source : calculs OFCE.

Les résultats sont toutefois plus sensibles pour l'Espagne (réduction du désajustement vis-à-vis de la moyenne de la zone euro de 2 points lorsqu'on passe à un horizon de 100 ans), et surtout la Grèce, l'Irlande et le Portugal. Concernant l'Espagne, la Grèce et le Portugal, l'allongement de l'horizon allège l'ajustement à réaliser pour stabiliser la PEN à

-35 % du PIB : d'un point de vue dynamique, le compte courant nécessaire pour atteindre la cible peut être plus faible lorsque la date à laquelle la cible doit être atteinte est repoussée. Pour l'Irlande, dont la position de départ est plus favorable (sous-évaluation), il faut au contraire accentuer l'appréciation relativement aux autres pays de la zone euro pour stabiliser la PEN à -35 % du PIB.

Toutefois, l'écart étant relativement faible pour l'Espagne, et les trois autres pays représentant à eux trois à peine 6 % du PIB de l'ensemble des pays concernés, une modification de l'horizon retenu ne change pas l'appréciation globale des désajustements à l'échelle de la zone euro.

4.2. Des désajustements peu sensibles aux taux d'intérêt réels

La cible de balance commerciale $\overline{TB_i}$ compatible avec une stabilisation de la position extérieure nette dépend de la valeur retenue pour le taux d'intérêt réel (*cf.* équation 2). Une modification du taux d'intérêt réel modifie donc la cible de la balance commerciale par deux canaux. D'abord en modifiant le flux d'intérêts nets futurs : une hausse du taux d'intérêt réel implique une hausse des flux nets entrants d'intérêts si la PEN (position extérieure nette) est positive, et une hausse des flux nets sortants si la PEN est négative, ce qui change la cible. Ensuite, dans l'équation (2) le calcul de R, *i.e.* la part de la balance courante qui ne dépend pas de la balance commerciale ni des flux d'intérêt nets sur la PEN (*cf.* équation 1) dépend aussi du taux d'intérêt. En modifiant R, cela modifie donc également l'ajustement nécessaire : une hausse du taux d'intérêt réel a un impact positif ou négatif sur R, selon le signe de la PEN. R varie négativement avec le taux d'intérêt réel si la PEN est positive (ce qui diminue la cible de balance commerciale), et inversement si la PEN est négative.

Afin de tester la sensibilité des résultats à la calibration de R, nous calculons les ajustements nécessaires afin de résorber les déséquilibres en zone euro pour différentes valeurs du taux d'intérêt réel, comprises entre -1,5 % et 3 %. Les résultats, présentés et commentés ci-dessous, indiquent que les ajustements de prix relatifs sont peu sensibles à l'hypothèse retenue sur le taux d'intérêt réel, excepté pour les pays du Sud.

Le tableau 6 retrace les ajustements de balance commerciale en fonction du taux d'intérêt réel retenu. Une hausse du taux d'intérêt réel entraîne une variation positive de l'ajustement pour les pays ayant une

Tableau 6. Ajustements de balance commerciale nécessaires en fonction du taux d'intérêt réel, 2017

En % du PIB

Taux d'intérêt réel	AUT	BEL	DEU	ESP	FIN	FRA	GRC	IRL	ITA	NLD	PRT
-1,5 %	-1,7	2,1	-6,3	-1,6	-0,5	0,0	3,3	-10,2	-2,9	-8,0	0,8
-1 %	-1,7	2,1	-6,3	-1,7	-0,5	0,0	3,0	-10,6	-3,0	-8,0	0,6
0 %	-1,7	2,1	-6,2	-2,0	-0,5	0,0	2,4	-11,3	-3,0	-7,9	0,2
1 %	-1,7	2,1	-6,2	-2,3	-0,5	0,0	1,9	-11,9	-3,0	-7,9	-0,2
2 %	-1,7	2,2	-6,2	-2,5	-0,5	-0,1	1,4	-12,6	-3,0	-7,9	-0,5
3 %	-1,7	2,2	-6,2	-2,7	-0,5	-0,1	0,9	-13,1	-3,0	-7,9	-0,8

Source : calculs OFCE.

PEN positive en 2017 (Autriche, Belgique, Allemagne, Finlande, Pays-Bas), et une variation négative pour les pays ayant une PEN négative (Espagne, France, Grèce, Irlande, Italie et Portugal). Dans le premier cas, si le pays doit améliorer sa balance commerciale, cela augmente l'effort à faire (ex : Belgique), tandis que cela le diminue si le pays doit dégrader sa balance commerciale (ex : Allemagne). Dans le deuxième cas, c'est l'inverse : un pays qui doit améliorer sa balance commerciale voit son effort nécessaire réduit (Grèce), tandis que l'ajustement est plus élevé en valeur absolue pour les pays devant diminuer leur balance commerciale (Espagne, Irlande et Portugal).

Les ajustements de prix relatifs se trouvent réduit lorsque le taux d'intérêt réel augmente pour les pays devant perdre en compétitivité et qui ont une PEN positive (Autriche, Allemagne et Pays-Bas, *cf.* tableau 7). Les pays devant gagner en compétitivité relative voient

Tableau 7. Ajustements nominaux nécessaires en fonction du taux d'intérêt réel, 2017 (relativement à la moyenne de la zone euro)

En %

Taux d'intérêt réel	AUT	BEL	DEU	ESP	FIN	FRA	GRC	IRL	ITA	NLD	PRT	Indicateur de désajustements nominaux intra-zone euro
-1,5 %	8,9	-17,3	11,8	-7,5	-4,1	-8,5	-36,9	17,4	-1,3	11,5	-14,4	10
-1 %	8,7	-17,4	11,6	-7,3	-4,2	-8,6	-35,5	18,1	-1,4	11,4	-13,7	10
0 %	8,5	-17,7	11,3	-6,9	-4,4	-8,7	-32,8	19,3	-1,6	11,1	-12,3	9,8
1 %	8,3	-17,9	11,1	-6,4	-4,6	-8,8	-30,1	20,5	-1,8	10,9	-10,9	9,7
2 %	8,1	-18,1	10,8	-6	-4,7	-8,9	-27,5	21,7	-2	10,6	-9,7	9,6
3 %	7,9	-18,3	10,6	-5,7	-4,9	-9	-25	22,8	-2,1	10,4	-8,5	9,4

Source : calculs OFCE

leurs ajustements augmenter lorsque leur PEN est négative, sauf dans le cas où elles doivent atteindre -35 % de PEN (Espagne, Grèce, Irlande et Portugal) : dans ce cas la hausse de R l'emporte sur la hausse des flux d'intérêt nets sortants dans la dynamique de la PEN, facilitant l'ajustement pour ces pays.

4.3. Quel impact des *output gaps* sur les désajustements ?

Les ajustements sur le compte courant observés depuis 2009 ont été réalisés en partie par une contraction de la demande interne des pays de la zone euro. La crise financière de 2008-2009 d'abord, puis la crise économique consécutive aux politiques d'austérité budgétaire synchronisées en 2011-2013 ont eu pour conséquence une dégradation profonde et durable des *output gap* en zone euro. D'après l'OCDE, ceux-ci n'étaient toujours pas refermés en 2017, excepté en Allemagne et en Irlande. Ils seraient aussi encore largement creusés en Grèce (-11,6 %), au Portugal (-3,6 %), en Espagne (-3,1 %), en Finlande et en Italie (-1,7 %) et en France (-1,1 %). Dans notre scenario central, nous assumons une fermeture complète des *output gaps* à moyen terme, qui pèse sur les importations et dégrade la balance commerciale, renforçant l'ajustement à faire en termes de compétitivité-prix pour les pays devant améliorer leur balance commerciale.

Or une partie du creusement des *output gaps* pourrait en fait être permanente, ceux-ci se refermant non pas par une hausse de la demande mais par une baisse de l'offre à moyen terme. Le fort ajustement subi par les pays du Sud en termes d'ajustement des salaires pourrait peser durablement sur la demande interne, limitant l'effet négatif sur les importations. Afin d'évaluer l'impact d'un tel mécanisme sur les ajustements requis en zone euro, nous évaluons les ajustements en fonction de plusieurs hypothèses sur le degré de fermeture des *output gaps*, allant d'une fermeture complète (scenario central) à une absence de fermeture totale (qui revient à considérer que les *output gaps* sont d'ores-et-déjà fermés). Les résultats sont présentés dans le tableau 8. Ils confirment l'intuition : plus la fermeture des *output gaps* est faible, plus l'ajustement nominal relatif est réduit pour l'ensemble des pays (mais plus le chômage structurel est élevé). L'indicateur de désajustements nominaux intra-zone euro est ainsi réduit de deux points. Parmi les pays dont l'effort en compétitivité-prix relativement à la moyenne de la zone euro est supérieur à 10 % en valeur absolue, l'ajustement serait réduit d'environ 40 % pour la Grèce, l'Irlande et le Portugal en cas d'absence de fermeture de l'*output gap* par rapport au scenario central.

Notre modèle implique *a contrario* qu'une sous-estimation du niveau des *output gaps* en zone euro aurait pour corollaire une sous-estimation des désajustements internes à la zone.

Tableau 8. Ajustements nominaux selon la fermeture de l'*output gap*, 2017 (relativement à la moyenne de la zone euro)

En %

% de fermeture de l'*OG*	AUT	BEL	DEU	ESP	FIN	FRA	GRC	IRL	ITA	NLD	PRT	Indicateur de désajustements nominaux intra-zone euro
0 %	8,2	-17,4	8,4	-4,6	-1,7	-8,1	-19,1	12,9	-0,9	10,4	-6,4	7,7
25 %	8,2	-17,5	9,1	-5	-2,5	-8,3	-22	14,7	-1,1	10,5	-7,6	8,2
50 %	8,3	-17,7	9,7	-5,5	-3,2	-8,5	-24,8	16,6	-1,4	10,6	-8,7	8,7
75 %	8,3	-17,8	10,4	-6	-3,9	-8,6	-27,5	18,6	-1,6	10,7	-9,8	9,2
100 %	8,3	-17,9	11,1	-6,4	-4,6	-8,8	-30,1	20,5	-1,8	10,9	-10,9	9,7

Source : calculs OFCE.

4.4. Une croissance potentielle plus élevée réduirait les désajustements

La mesure des désajustements intra-zone euro dépend également du taux de croissance potentielle retenu pour chaque économie (équation 2). Une hausse du taux de croissance potentielle affecte la cible de balance commerciale positivement si la PEN est positive, et négativement si celle-ci est négative. Un taux de croissance potentielle plus élevé aurait alors pour conséquence de diminuer les ajustements requis pour l'Autriche, l'Allemagne, l'Espagne, la France, la Grèce, l'Italie, les Pays-Bas et le Portugal. Parmi ces pays, ceux qui ont une PEN positive doivent réduire leur balance commerciale. Une hausse du taux de croissance potentielle augmente la cible de balance commerciale, réduisant ainsi les efforts requis. Le mécanisme est inversé pour les pays ayant une PEN négative au sein de ce groupe : ils doivent améliorer leur balance commerciale, et une hausse de la croissance potentielle réduit la cible de balance commerciale, réduisant ainsi l'effort requis. Cela a également pour conséquence de réduire les désajustements au niveau de l'ensemble de la zone euro (tableau 9). Au final seules la Belgique, la Finlande et l'Irlande doivent augmenter leurs efforts en cas de croissance potentielle plus élevée, ce qui est cohérent avec le fait que ces trois pays ne sont pas dans la situation standard[10].

10. La Finlande et la Belgique ont une PEN positive en 2017 mais sont cependant surévaluées par rapport à la moyenne de la zone euro, et doivent augmenter leur balance commerciale. L'Irlande est dans la situation opposée. Pour ces pays, une hausse du taux de croissance potentielle renforce donc les ajustements à réaliser.

Tableau 9. Indicateur de désajustements nominaux intra-zone euro (relativement à la moyenne de la zone euro)

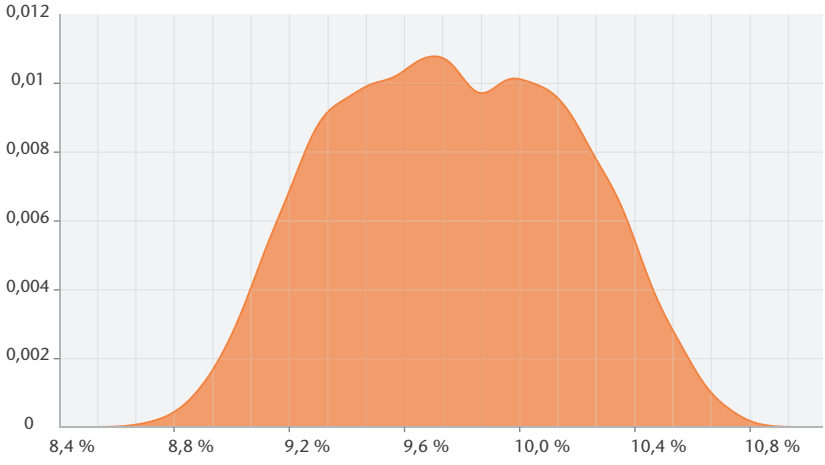
En %

Écart de taux de croissance potentielle au scenario central	indicateur
-1 %	10,9
-0,5 %	10,3
0 %	9,7
+0,5 %	9,1
+1 %	8,6
+2 %	7,5

Source : calculs OFCE.

L'incertitude sur les niveaux de croissance potentielle à la suite de la dernière décennie de crise étant élevée, nous menons également une étude de sensibilité plus généralisée de l'impact du taux de croissance potentielle sur les désajustements nominaux à l'aide de simulations de Monte-Carlo. Nous faisons varier le taux de croissance potentielle de chaque pays de plus ou moins 1 point autour de la valeur retenue dans le scenario central (*cf.* tableau 1) selon un tirage à partir d'une loi uniforme. Nous effectuons 20 000 tirages et nous calculons la densité de l'indicateur de désajustements nominaux intra-zone euro (graphique 4). Dans 90 % des cas, l'indicateur de désajustements nominaux se situe entre 9,0 et 10,4. Il est donc globalement bien concentré autour de sa moyenne, malgré le schéma de tirage aléatoire retenu.

Graphique 4. Densité des désajustements nominaux selon le taux de croissance potentielle



Source : calculs OFCE.

5. Conclusion

Dans cet article, nous considérons la question des déséquilibres de balance courante à l'intérieur de la zone euro. Nous actualisons les estimations des ajustements nominaux nécessaires pour stabiliser les positions nettes, et nous réalisons un ensemble de tests de robustesse aux hypothèses sous-jacentes à l'estimation. La méthode a bien sûr ses limites, envoyant la résorption des déséquilibres sur les seuls prix relatifs, sans laisser de place à la compétitivité hors coûts ou aux effets de valorisation des positions brutes, mais elle a l'avantage d'être explicite et reproductible. L'apport est multiple.

D'abord la dynamique des positions nettes est prise en compte, la croissance potentielle de chaque pays nuançant la soutenabilité d'un déséquilibre de balance courante. Les tests de robustesse indiquent qu'une hausse de la croissance potentielle en zone euro allègerait les efforts à faire pour résorber les déséquilibres.

Ensuite nous corrigeons de la position dans le cycle de chaque pays ainsi que de ses partenaires. Ainsi, nous ne considérons pas que les améliorations de balance courante obtenues par une réduction de la demande interne sont durables. Toutefois, les analyses de sensibilité indiquent qu'une fermeture partielle des *output gaps* réduirait les déséquilibres intra-zone en termes de compétitivité-prix, tout en les reportant sur le chômage structurel des pays du Sud.

Nous étudions également la sensibilité de notre évaluation des déséquilibres à la valeur retenue pour le taux d'intérêt réel. La mesure des déséquilibres intra-zone euro diminuerait avec un taux d'intérêt réel plus élevé. Ce résultat, contingent à notre modélisation simple des flux nets d'intérêt dans la balance courante, doit être considéré avec prudence et nécessitera des développements futurs afin de mieux intégrer cette dimension à notre modélisation des déséquilibres en zone euro.

Enfin, nous modifions la métrique d'appréciation des balances courantes en intégrant la sensibilité des exportations et des importations aux prix relatifs. La mesure finale que nous construisons est plus représentative de l'ampleur des déséquilibres que la donnée initiale, celle des balances courantes. Le diagnostic est alors qu'avant la crise un déséquilibre important s'est formé, entre les pays du Sud et ceux du Nord. Alors que la zone euro avait une balance courante équilibrée, d'importants déséquilibres se sont accumulés à l'intérieur de la zone

euro. Bien que l'on ne puisse à partir de notre analyse affirmer que c'est le facteur déclencheur de la crise, cela en a été probablement un facteur aggravant. La fixité des parités entre pays de la zone euro et l'accumulation de créances de certains pays (l'Allemagne, les Pays-bas) sur d'autres (l'Espagne, l'Italie) et en particulier sur certains petits pays (la Grèce, le Portugal) a pu contribué à la hausse brutale des taux souverains et privés après que la crise de 2008 s'est déclenchée. Sans possibilité d'ajustement de change, le défaut privé et public pouvait apparaître inévitable. L'indicateur construit montre cependant que ces déséquilibres se sont résorbés et pas uniquement par la contraction des demandes internes. Les différentiels de coût salarial à l'intérieur de la zone euro, mais probablement d'autres facteurs que nous n'identifions pas directement, ont pu contribué au rétablissement des équilibres internes.

Références

Bas M., T. Mayer et M. Thoenig, 2017, « From micro to macro: Demand, supply, and heterogeneity in the trade elasticity », *Journal of International Economics*, 108, 1-19.

Cline W. R., 2008, « Estimating Consistent Fundamental Equilibrium Exchange Rates », *Peterson Institute Working Paper*, n° WP08-6, Peterson Institute for International Economics.

Couharde C. *et al.*, 2018, « EQCHANGE: A world database on actual and equilibrium effective exchange rates », *International Economics*. http:/dx.doi.org/10.1016/j.inteco.2018.03.004

FMI, 2018, *External Sector Report: Tackling Global Imbalances amid Rising Trade Tensions*, Washington, DC, juillet.

Fontagné L., P. Martin, et G. Orefice, 2017, « The International Elasticity Puzzle Is Worse Than You Think », *CEPII Working Paper*, n° 2017-03.

Pupetto L., A. Sode, 2012, *Ajustement extérieur et effets de valorisation*, *Documents de Travail de la DG Trésor*, ministère français de l'Economie, nº 2012/03.

Saadaoui J., 2018, « Internal Devaluations and Equilibrium Exchange Rates: new evidences and perspectives for the EMU » *Applied Economics*, 50/59, 6364-6381, DOI : 10.1080/00036846.2018.1486019.

Villemot S., B. Ducoudré et X. Timbeau, 2018, « Taux de change d'équilibre et ampleur des désajustements internes à la zone euro », *Revue de l'OFCE*, 155, 303-334.

Williamson J., 1994, *Estimating Equilibrium Exchange Rates*, Peterson Institute Press.

ANNEXE

La position extérieure nette étant supposée définie en fin de période, et Y étant le PIB nominal, le compte courant est égal à la variation de la position extérieure nette :

$$NIIP_t . Y_t - NIIP_{t-1} . Y_{t-1} = CA_t . Y_t \qquad \#(A1)$$

D'où :

$$NIIP_t - \frac{NIIP_{t-1}}{(1+g+\pi)} = CA_t \qquad \#(A2)$$

À partir de l'équation (1), il vient :

$$NIIP_t - \frac{NIIP_{t-1}}{(1+g+\pi)} = \overline{TB} + (r+\pi) + NIIP_{i,t-1} + R_t \qquad \#(A3)$$

avec $\overline{TB}$ la cible de balance commerciale telle que, si le pays s'ajustait à cette nouvelle valeur dès aujourd'hui, alors sa position extérieure nette atteindrait le niveau $\overline{NIIP}$ en h années.

En arrangeant (A3) on obtient :

$$NIIP_t = \frac{1+r+\pi}{(1+g+\pi)} NIIP_{t-1} + \overline{TB} + R_t \qquad \#(A4)$$

D'où :

$$\overline{TB} = \frac{\overline{NIIP} - NIIP_t \left(\frac{1+r+\pi}{1+g_i+\pi}\right)^h}{\sum_{j=0}^{h-1} \left(\frac{1+r+\pi}{1+g_i+\pi}\right)^j} - R \qquad \#(A5)$$

Avec R supposé constant dans le temps.

CONVERGENCE DES STRUCTURES PRODUCTIVES ET SYNCHRONISATION DES CYCLES INDUSTRIELS DANS L'UNION EUROPÉENNE

Mattia Guerini
SciencesPo, OFCE ; Institute of Economics, Scuola Superiore Sant'Anna
Mauro Napoletano
SciencesPo, OFCE ; SKEMA Business School et Université Côte d'Azur ; Institute of Economics, Scuola Superiore Sant'Anna
Lionel Nesta
SciencesPo, OFCE ; SKEMA Business School et Université Côte d'Azur ; Groupe de Recherche en Économie, Droit Et Gestion (GREDEG)

Nous analysons la convergence des systèmes industriels de l'Union européenne (UE) et la comparons à la synchronisation des cycles industriels. L'article présente d'abord plusieurs indicateurs de performance économique pour les sept économies majeures de l'UE : l'Allemagne, l'Autriche, l'Espagne, la France, l'Italie, les Pays-Bas et le Royaume-Uni. Ces indicateurs mettent en exergue une hétérogénéité prononcée. D'un côté, l'Autriche, l'Allemagne et les Pays-Bas sont apparemment « guéris » de la Grande Récession. De l'autre, l'Espagne et l'Italie présentent toujours des symptômes inquiétants avec de faibles gains de productivité du travail et un PIB qui n'a pas encore recouvré son niveau d'avant-crise. L'économie française se situe entre ces deux groupes. En utilisant des méthodologies statistiques récentes permettant de quantifier la similarité des structures productives des pays, nous examinons ensuite la question de la convergence – ou de la divergence – des pays de l'UE. Conformément aux indicateurs de performance industrielles de base, nous trouvons une fracture Nord/Sud qui s'affirme au cours du temps. Ces résultats corroborent les prévisions de Krugman (1993), selon lesquelles l'un des effets de l'initiative européenne est d'accroître la spécialisation régionale et d'augmenter les divergences de croissance entre pays. En fait, tout se passe comme si la réduction des coûts de transaction dans l'UE accentuait la concentration de l'activité industrielle hautement spécialisée en Allemagne, au détriment de ses voisins européens. En outre, en raison de l'inclusion des économies d'Europe de l'Est et du groupe des pays de Višegrad, l'économie allemande a réussi à externaliser les activités industrielles peu qualifiées, accentuant ce faisant son rôle déjà central dans l'ensemble de la chaîne de valeur européenne. Certes, ceci a généré la fracture Nord/Sud européenne.

Toutefois, les effets positifs sont observables en termes de plus grande intégration économique de l'ancien bloc de l'Est, qui est maintenant bien synchrone avec l'économie allemande. Nous affirmons que cette hétérogénéité des tendances économiques et des schémas de spécialisation, couplée avec l'absence de synchronisation entre les principaux pays de l'UE, représentent un défi majeur en termes de politiques macroéconomiques. Les réformes institutionnelles, fiscales et monétaires doivent être conçues de manière à atteindre des niveaux plus élevés de coordination et d'intégration, afin de recouvrer un processus de convergence nécessaire à la stabilité économique de l'UE.

Mots-clés : spécialisation industrielle, convergence, synchronisation, intégration européenne.

In varietate concordia[1].

En 2000, l'Union européenne (UE) a adopté sa devise officielle : *in varietate concordia*. Ce dicton latin met en exergue deux valeurs fondamentales de l'Union européenne (UE). Le terme « *concordia* » représente le vœu originel de la construction européenne inscrit dans le Traité de Rome, stipulé en 1957, quelques années seulement après la fin de la Seconde Guerre mondiale. Il représente la paix et la prospérité que les pays européens devraient viser, à travers une transition vers l'union économique, politique, voire fédérale. Le terme « *varietate* » fait plutôt référence à la variété structurelle et historique du Vieux continent. Il rappelle en effet la présence de pays dont les cultures, les groupes ethniques et les langues sont hétérogènes. La devise signifie donc que l'Union européenne devrait permettre à tous les Européens d'être unis dans le respect de leurs différences et de travailler ensemble pour la paix et la prospérité économique. Enfin, la devise incorpore l'idée que la présence d'une variété de cultures, de traditions et de langues est un atout pour le continent, non une limite[2]. Force est de constater qu'aujourd'hui, l'espoir initial montre de sérieux signes de fatigue, surtout si l'on se réfère à l'adhésion des peuples au projet européen.

---

1. « Uni dans la diversité ».
2. Fait intéressant, la devise rappelle celle des États-Unis d'Amérique (*e pluribus unum)*, ce qui indique peut-être l'objectif fixé par les pères fondateurs de l'UE, à savoir la création des États-Unis d'Europe.

Les événements liés à la crise financière mondiale de 2007-2008 et à la crise des dettes souveraines de 2010 ont révélé le manque d'intégration économique des différents pays de l'UE. Or depuis longtemps, la littérature économique montre qu'une diversité économique excessive constitue une limite au bon fonctionnement d'une union économique et monétaire. Selon la littérature sur les zones monétaires optimales (voir Mundell, 1961), la synchronisation des cycles économiques est, avec la mobilité du travail, la mobilité des capitaux, et la présence de stabilisateurs budgétaires automatiques, une condition cruciale pour améliorer la résilience économique aux chocs externes. Ces conditions sont également essentielles pour réduire l'hétérogénéité des effets des politiques économiques élaborées en réponse aux chocs. Dans un document de réflexion récent (EU commission, 2017), la Commission européenne propose des solutions politiques possibles pour l'Union européenne mais celles sont destinées à ne devenir opérationnelles qu'après 2025. Il s'agirait alors « d'approfondir l'union économique et monétaire », par des politiques financière relatives à l'achèvement du processus d'union bancaire, par la création d'un « fonds de résolution unique » et d'un « système européen d'assurance-dépôts », enfin par des politiques concernant le secteur réel (tel qu'un « régime européen de réassurance-chômage » et un « régime européen de protection des investissements ». Plus récemment encore, le travail de Creel (2018) met l'accent sur l'importance d'une convergence durable des économies européennes qui doit permettre d'atteindre (i) une trajectoire de croissance commune et stable, (ii) une convergence financière et (iii) une convergence cyclique.

Différentes méthodologies peuvent être utilisées pour étudier les processus de convergence dans l'Union européenne. Dans ce travail, nous visons à fournir une perspective macroéconomique ainsi qu'une perspective industrielle. En exploitant les bases de données EU-KLEMS (voir Jager, 2017) et EUROSTAT, nous décrivons l'évolution macroéconomique et industrielle des grandes économies de l'UE entre 2000 et 2015. En outre, nous identifions des groupes de pays en termes de convergence des performances et structures industrielles, et en termes de synchronisation des cycles industriels. Par rapport aux performances industrielles, nous étudions les tendances sectorielles concernant la valeur ajoutée, la productivité et l'investissement pour les sept plus grandes économies de l'Union que sont l'Autriche, la France, l'Allemagne, l'Italie, les Pays-Bas, l'Espagne et le Royaume-Uni, dont six appartiennent également à la zone euro[3]. Nous élargissons ensuite

notre champ d'analyse et nous étudions la similarité des spécialisations productives et la synchronisation des cycles industriels. Cet exercice permet (i) d'identifier les points d'excellence (ou de retard) de chaque pays analysé en termes d'intégration économique, (ii) de qualifier les spécialisations industrielles des pays ; (iii) d'avoir une idée de l'orientation future des politiques de convergence de l'UE, afin d'améliorer l'intégration économique au sein de l'Union.

L'article est organisé de la manière suivante. Après une brève présentation des performances macroéconomiques en section 1, la section 2 analyse l'évolution de la valeur ajoutée pour l'économie dans son ensemble, le secteur marchand exclusivement, l'industrie manufacturière, et le secteur des technologies d'information et de communication (TIC). Cette section révèle également l'évolution de la productivité totale des facteurs, de la formation brute de capital fixe et du coût salarial unitaire. La section 3 étudie la convergence (ou divergence) des spécialisations industrielles et la synchronisation des cycles. La section 4 conclut.

1. Le scénario macroéconomique européen

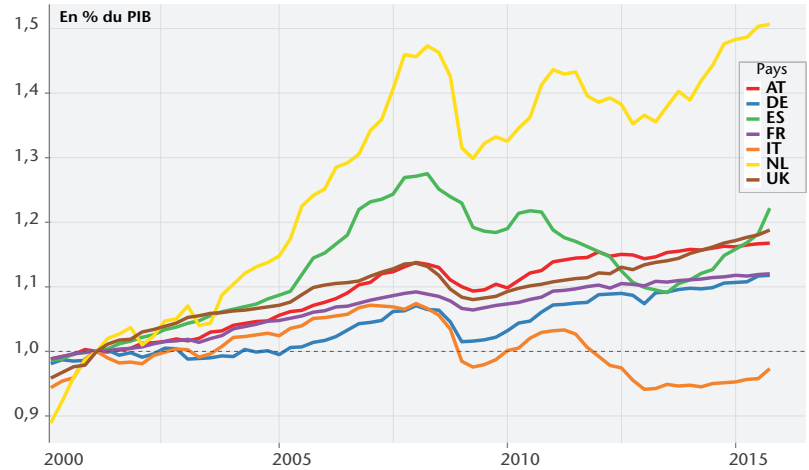
Nous commençons notre étude en caractérisant le scénario macroéconomique des sept économies européennes principes de l'Union[4]. Les graphiques 1 et 2 présentent l'évolution du PIB réel et de la dette publique par rapport au PIB dans la période 2000-2015.

En ce qui concerne la croissance du PIB, les Pays-Bas affichent la croissance la plus élevée en moyenne depuis le début du 21e siècle. À l'autre extrême, nous trouvons l'Italie. Ce pays a connu deux « décennies perdues », son revenu global brut étant resté constant aux niveaux observés dans les premières années du 21e siècle. En outre, et de manière assez surprenante, la croissance du PIB en Allemagne a été – en moyenne – inférieure à celle de l'Autriche, de la France, de l'Espagne et du Royaume-Uni. Cependant, l'Allemagne a été l'économie la plus réactive après la crise financière de 2007, suivie par l'Autriche et la France. De plus, la volatilité des taux de croissance du PIB allemand a été peu affectée dans la période d'après-crise. Au contraire, l'Espagne a

3. Ces économies sont représentatives de l'ensemble de l'Union européenne, puisque leurs PIB représentent respectivement 83 % et 77 % de la valeur ajoutée totale de l'UE-15 et de l'UE-28.
4. Autriche = AT, Allemagne = DE, Espagne = ES, France = FR, Italie = IT, Pays-Bas = NL, Royaume-Uni = UK.

connu une croissance beaucoup plus volatile, avec des taux de croissance élevés dans les premières années du siècle (avec une croissance cumulée d'environ 20% de 2000 à 2007) suivis par une récession profonde après la crise de 2007/2008, et dont les effets demeurent encore aujourd'hui.

Graphique 1. Évolution de l'indice du produit intérieur brut (PIB réel) pour sept principaux pays de l'UE (2001 = 1)

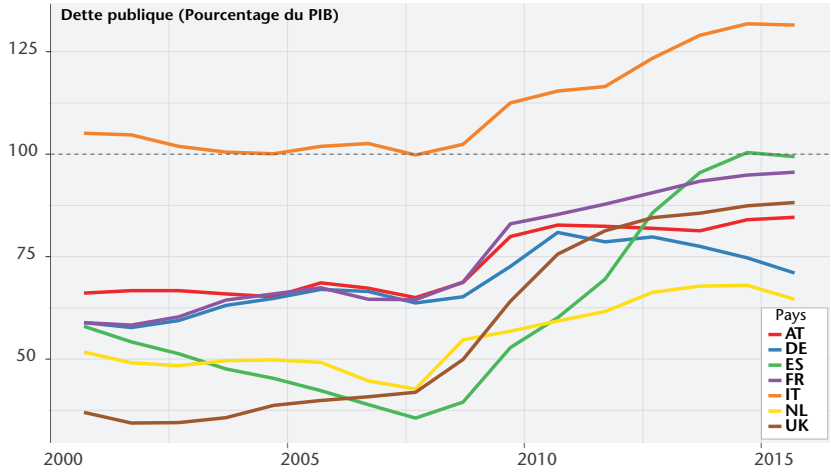


Source : Eurostat.

Les dynamiques de croissance ont des implications claires pour le ratio entre dette publique et PIB. En effet, les pays européens avec un niveau d'endettement plus élevé sont aussi caractérisés par des taux de croissance du PIB plus faibles (en particulier l'Italie et l'Espagne) alors que les pays à faible dette publique augmentent davantage (Pays-Bas et Allemagne)[5]. Néanmoins, la dynamique de la dette publique en Italie et en Espagne est extrêmement différente : alors que le premier pays entrait dans le nouveau siècle avec un ratio dette/PIB déjà significativement plus élevé que toutes les autres économies de l'UE, en Espagne le ratio dette publique/PIB était en ligne avec tous les autres pays de l'UE avant la crise de 2007-2008, et a augmenté seulement en raison des

5. Cette évidence semble être en ligne avec les travaux récents (voir Reinhart et Rogoff, 2010) qui montrent la présence d'une relation inverse entre le ratio entre la dette publique au PIB et le taux de croissance moyen de la production d'un pays. Les résultats de Reinhart et Rogoff (2010) ont cependant été critiqués par plusieurs travaux empiriques (voir Herndon *et al.* (2014), Egert (2015) et Guerini *et al.* (2018). En outre, les implications causales de cette relation sont difficiles à établir en raison d'importants problèmes d'endogénéité.

Graphique 2. Évolution de la dette publique brute au PIB pour sept principaux pays de l'UE



Source : Eurostat.

effets de la crise, notamment en conséquence de récapitalisations importantes dans le secteur bancaire que le gouvernement espagnol a effectué à la suite de l'explosion de la bulle immobilière (Marti, 2015) ainsi que en conséquence des effets dépressifs des politiques budgétaires restrictives sur le PIB (notamment les hausses de TVA et les réductions des dépenses publiques pour 8,9 milliards d'euros).

En conclusion, la crise économique de 2007/2008 a aggravé les divergences pré-existantes entre les économies européennes en révélant l'existence de deux groupes de pays. Le premier est composé des économies du Sud, comme l'Espagne et l'Italie, caractérisées soit par une croissance faible ou volatile, soit par une dette publique élevée. Le deuxième groupe inclut les économies du Nord comme l'Allemagne, l'Autriche et les Pays-Bas, où la croissance du PIB a été plus forte et plus résiliente aux effets négatifs de la crise. La France se situe dans une position médiane.

2. Convergence et divergence des performances productives

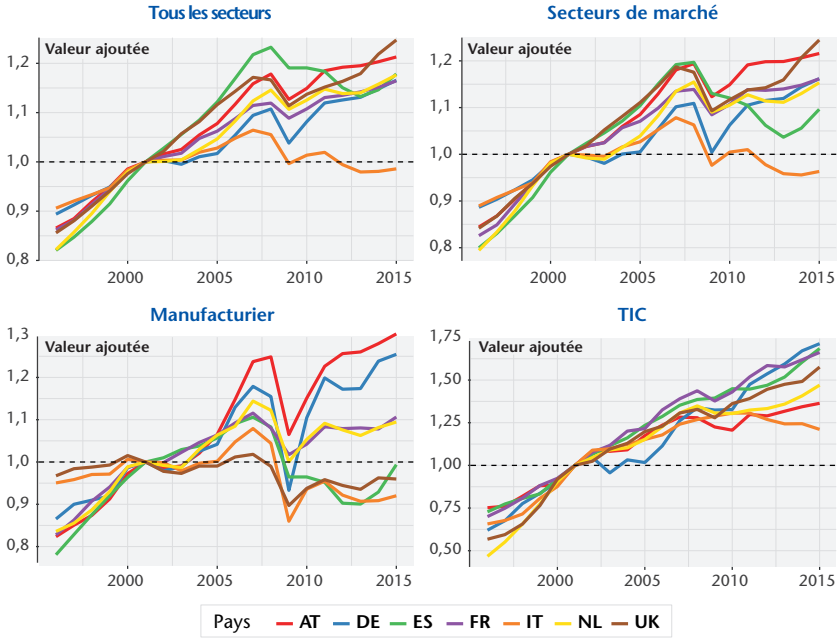
Nous étudions d'abord les tendances de la valeur ajoutée afin d'avoir une première perspective de la convergence et/ou de la divergence de ces économies. Nous considérerons ensuite les principaux moteurs de la performance productive que sont : (i) la productivité

totale des facteurs ; (ii) la formation brute de capital fixe ; (iii) le coût salarial unitaire.

2.1. Valeur ajoutée

Le fait saillant du graphique 3 est le contraste entre la période d'avant-crise 2008 et celle d'après-crise. Avant la crise, la plupart des économies de l'UE avaient suivi une trajectoire similaire, avec des taux de croissance relatifs presque constants. Seule l'Italie montrait (déjà) des signes de faiblesse avec un ralentissement dès 2005. Après la crise, l'Italie et l'Espagne ont connu des récessions profondes et prolongées. Les autres pays, après une chute transitoire de leur PIB, ont réussi à recouvrer leur trajectoire de croissance d'avant-crise.

Graphique 3. Évolution de l'indice de valeur ajoutée pour différents pays, dans différents secteurs (2001 = 1)



Source : EU-KLEMS.

L'hétérogénéité entre les pays est encore plus marquée lorsque l'on considère le secteur manufacturier, où la dynamique exhibe une divergence croissante entre pays, surtout après la Grande Récession.

L'Allemagne et l'Autriche, par exemple, ont connu une croissance significative de la production manufacturière au cours des deux dernières décennies. Celle-ci n'a été que temporairement altérée par la crise. En revanche, la crise a entraîné une baisse importante, voire constante, de la valeur ajoutée du secteur manufacturier au Royaume-Uni, en Italie et en Espagne. Parmi ces trois pays, seule l'Espagne montre des signes de reprise au cours des dernières années[6]. Enfin, comme pour plusieurs autres indicateurs dans cette étude, il est possible d'identifier un troisième groupe, qui inclut désormais les Pays-Bas et la France. Dans ces pays, la croissance de la valeur ajoutée manufacturière a été plus faible qu'en Autriche et en Allemagne avant et après la crise de 2007-2008. Enfin à l'exception de l'Autriche et du Royaume-Uni, toutes les économies considérées affichent une croissance soutenue de la valeur ajoutée dans le secteur des TIC. Dans une perspective de long terme, cela est une bonne nouvelle dans la mesure où ce secteur sera probablement porteur de gains de productivité importants à l'avenir.

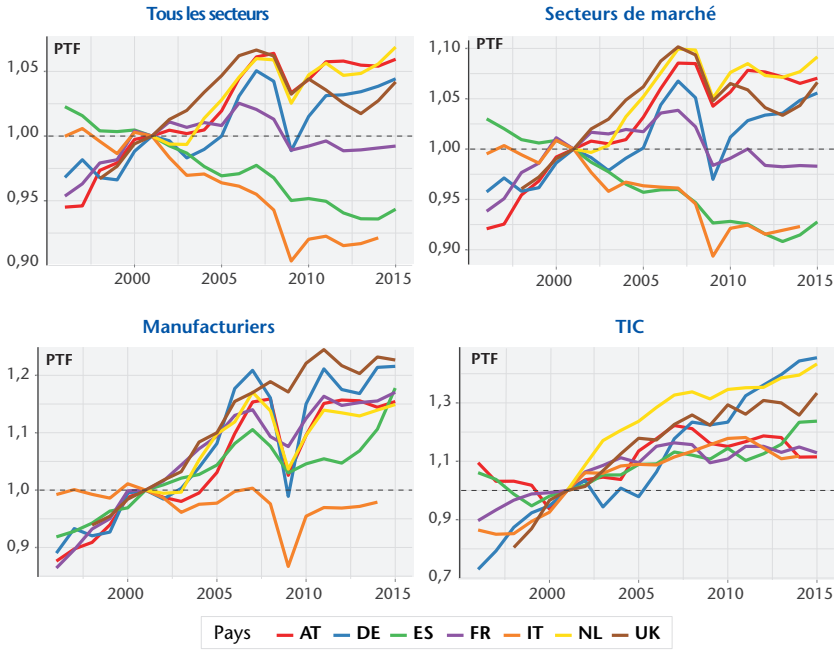
2.2. La Productivité totale des facteurs (PTF)

Le graphqiue 4 présente l'évolution de l'indice PTF pour nos sept économies de l'UE et révèle une performance supérieure des économies du Nord relativement à celles du Sud. Qu'il s'agisse de l'économie dans son ensemble ou de l'économie marchande, l'Autriche, les Pays-Bas et l'Allemagne gagnent en productivité, tandis que l'Espagne et l'Italie sont devenues des économies relativement moins efficaces. Encore une fois, la France se situe dans une position intermédiaire. Des tendances similaires sont également détectées pour la croissance de la PTF dans le secteur manufacturier, bien que le secteur manufacturier en Espagne ait connu une reprise remarquable au cours des dernières années. La dynamique de la PTF dans le secteur des TIC est assez différente de celle des autres secteurs. En effet, toutes les économies dans notre échantillon ont connu une croissance positive de la PTF dans les TIC. Cela confirme l'importance de ce secteur en tant que moteur de croissance à long terme. Cependant, une certaine hétérogénéité peut être détectée : en particulier, les taux de croissance de l'Italie et de la

6. Il faut pourtant noter que le secteur manufacturier a affiché une croissance positive en Espagne et en Italie avant la crise. Au Royaume-Uni, le niveau de la valeur ajoutée a stagné au même niveau qu'en 2000 pendant une décennie entière puis a diminué, signe du processus de désindustrialisation extrême qui se poursuit dans ce pays.

France après la crise sont nettement inférieurs à ceux de l'Allemagne et des Pays-Bas après la crise.

Graphique 4. Évolution de l'indice PTF pour différents pays (2001 = 1)



Source : EU-KLEMS.

En résumé, l'analyse de la PTF confirme fortement la présence d'un clivage Nord/Sud déjà repéré. Des pays comme l'Allemagne, les Pays-Bas et l'Autriche ont gagné en efficacité productive. Le contraire s'est produit en Italie et en Espagne. Ce dernier pays a toutefois montré quelques signes positifs de reprise depuis l'éclatement de la crise financière mondiale. Pour l'Italie, au contraire, la situation est particulièrement dramatique : la combinaison d'une faible croissance du PIB, d'une dette publique élevée et d'une marge de manœuvre budgétaire faible, d'un taux de chômage élevé et d'une productivité faible désignent l'Italie comme le pays malade de l'Union européenne.

2.3. Investissement

Ces considérations laissent supposer que le clivage Nord/Sud pour la croissance de la valeur ajoutée et de la PTF devrait également concerner l'investissement. En général, l'investissement est fortement corrélé aux

gains de productivité (voir Griffith *et al.*, 2004) et à la création de valeur ajoutée. En effet, les investissements augmentent les capacités de production d'un pays et donc la production de valeur ajoutée. En outre, si ceux-ci s'accompagnent d'adoption de nouvelles technologies, ils doivent mener à terme à l'augmentation de la productivité. En outre, l'investissement agrégé inclut également l'investissement en R&D, qui est généralement considéré comme un facteur-clef de l'innovation, et donc des gains de productivité (voir par exemple Aghion et Howitt, 1990 ; Romer, 1990).

D'après l'analyse du tableau 1, il est évident que les taux de croissance moyens des investissements ont sensiblement diminué dans des pays comme l'Espagne et l'Italie et, dans une moindre mesure, en France, pendant la période de crise 2007-2008. En revanche, les taux de croissance moyens des investissements ont augmenté en Allemagne et en Autriche, et cette tendance se poursuit après la crise. Le clivage entre le Nord et le Sud est encore plus évident si on considère l'investissement par secteur d'activité. En effet, en Espagne et en Italie, la baisse des investissements dans l'économie marchande et dans le secteur manufacturier a été encore plus forte que pour toute l'économie. En outre, dans tous les pays considérés, les investissements du secteur des TIC ont enregistré une baisse plus modeste que dans les autres secteurs. Néanmoins, les taux de croissance des investissements de ce secteur en Allemagne et en Autriche étaient beaucoup plus élevés qu'en Espagne et en Italie, aussi bien pendant qu'après la crise de 2007-2008.

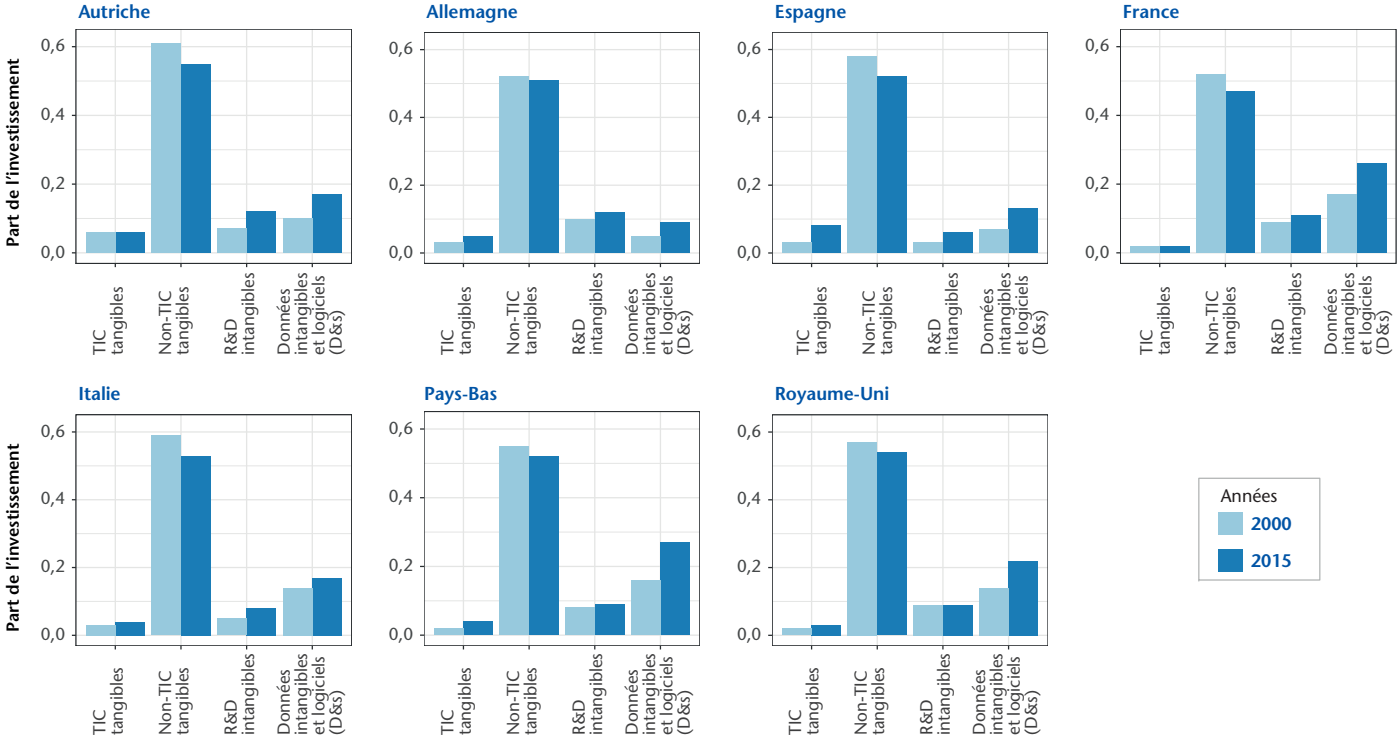
Tableau 1. Croissance moyenne de l'investissement réel dans différents secteurs, pays, périodes

Pays	Total			Marchés			Manufacturier			TIC		
	pre	crisis	post	pre	crisis	post	pre	crisis	post	pre	crisis	post
AT	1,60	-0,10	0,70	2,40	0,40	1,30	3,30	1,90	1,10	1,30	-0,40	7,50
DE	1,30	0,50	1,40	2,60	-0,70	2,40	2,10	0,10	1,10	4,20	2,80	4,80
ES	8,50	-8,60	2,20	8,30	-6,40	4,30	3,60	-5,30	-0,70	6,60	1,90	1,10
FR	3,60	-0,90	-0,10	4,30	0,20	1,60	2,50	-1,50	1,60	6,10	2,60	2,80
IT	2,80	-5,10	-5,20	3,10	-5,30	-5,50	2,90	-2,60	-4,20	3,30	-0,20	-0,70
NL	3,30	-2,70	2,50	2,70	0,70	3,00	1,10	-0,90	2,50	3,50	-1,00	5,60
UK	3,30	-2,80	4,30	2,50	0,20	3,00	-2,40	-1,30	2,00	2,50	-3,20	2,10

Source : EU-KLEMS 2017.

Si l'on s'intéresse à la composition de l'investissement en termes d'actifs corporels non TIC, d'actifs corporels TIC, d'investissement en R&D et d'autres investissement incorporels (données et logiciels notamment, graphique 5), nous observons que les structures

Graphique 5. Part de l'investissement dans différentes classes d'actifs pour différents pays en 2000 et en 2015



Source : EU-KLEMS 2017.

d'investissement des plus grandes économies de l'UE sont à peu près similaires. Les économies investissent en effet une partie importante (entre 47 % et 60 %) de leurs ressources totales dans des actifs tangibles non liés aux activités de TIC et environ 2 % à 7 % dans des activités TIC tangibles. En outre, 10 % à 30 % du total des investissements sont consacrés à des actifs incorporels (R&D ou données et logiciels). Notons également qu'à l'exception du Royaume-Uni, la partie de l'investissement dans la R&D a augmenté depuis 2000 dans tous les pays considérés.

Certaines spécificités émergent cependant. En France, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni, par exemple, la partie des investissements en actifs incorporels est plus importante que celle observée dans les autres économies de l'UE. Cela peut refléter une transition vers une « Industrie 4.0 » (voir Russmann, 2015 et Davies, 2015). Un tel investissement peut mener à une meilleure maîtrise des TIC, reconnues comme étant de plus en plus centrales. Cela pourrait donc offrir des avantages comparatifs importants à ces pays en leur permettant de se diriger vers des régimes de croissance plus rapides et plus inclusifs. Il n'est pas impossible pourtant que ces investissements en actifs incorporels reflètent une optimisation fiscale des entreprises multinationales (voir Torslov, 2018).

2.4. Le coût salarial unitaire

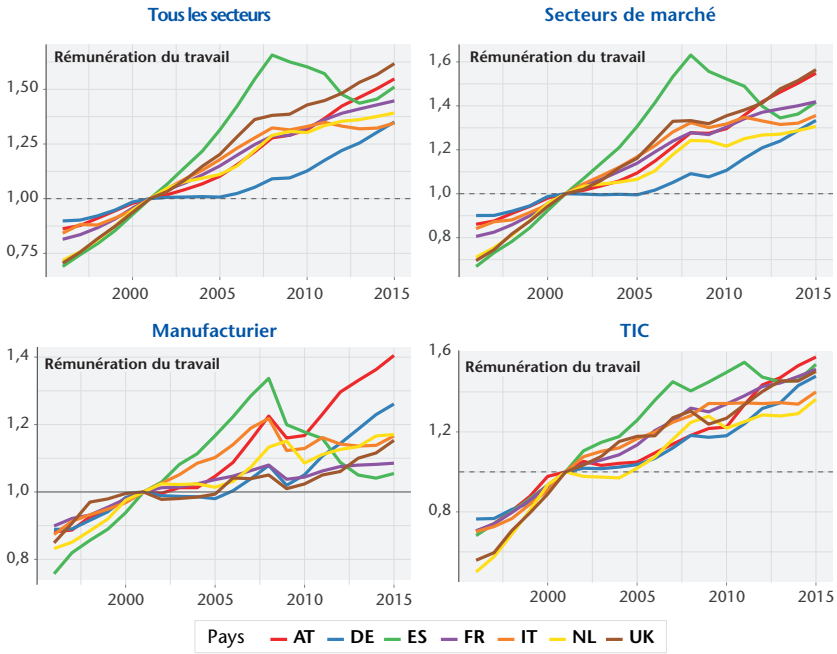
L'investissement et l'augmentation de l'efficience productive ne sont pas les seuls moteurs de la croissance économique. Les entreprises et les pays peuvent également essayer de modérer la croissance des coûts, notamment des salaires. Une baisse du coût du travail permettrait aux entreprises exportatrices d'afficher des prix plus compétitifs afin d'augmenter leurs parts de marché (en particulier dans l'Union monétaire européenne, où la dépréciation nominale est absente)[7].

Le graphique 6 montre la dynamique du coût salarial unitaire pour l'ensemble de l'économie et pour les autres secteurs considérés. La figure montre clairement l'écart de croissance de ces coûts entre l'Allemagne et tous les autres pays. Plusieurs contributions (voir par exemple

7. Une telle stratégie pourrait également devenir contre-productive d'un point de vue macroéconomique. La réduction des coûts de main-d'œuvre implique une réduction des salaires. Cela pourrait se traduire par une baisse de la consommation, la plus grande composante de la demande globale dans plusieurs pays. Réduire le coût de la main-d'œuvre pourrait donc réduire la demande intérieure et avoir des effets négatifs pour les entreprises elles-mêmes.

Le Moigne et Ragot, 2015 ; Carlin et Soskice, 2008) ont signalé qu'une telle dévaluation réelle opérée par l'Allemagne lors des réformes Hartz en 2003 est l'élément-clef expliquant les gains des parts de marché des exportations allemandes. Elle expliquerait aussi la croissance de la valeur ajoutée et de l'emploi observée dans ce pays.

Graphique 6. Évolution de l'indice des coûts de main-d'œuvre pour différents pays (2001 = 1)



Source : EU-KLEMS 2017.

L'examen de la croissance du coût salarial unitaire à un niveau désagrégé montre que cet écart est principalement dû à la croissance modérée des salaires dans le secteur des services. En effet, la croissance des coûts de la main-d'œuvre est encore plus faible en Allemagne lorsque l'on considère l'économie marchande, mais sans le secteur manufacturier. Dans ce dernier secteur, au contraire, la croissance du coût salarial unitaire a été comparable à celle des autres pays, voire même plus forte après 2010. Enfin, tous les pays considérés affichent une dynamique très similaire en ce qui concerne le secteur des TIC. Cela indique que la croissance de la valeur ajoutée des TIC s'explique essentiellement par des gains d'efficacité productive et par la croissance soutenue des investissements.

Dans l'ensemble, tous les indicateurs affichent un clivage Nord/Sud ; ils montrent que la performance des économies du Nord (comme l'Allemagne, l'Autriche, les Pays-Bas) est supérieure à celles des économies du Sud (comme l'Espagne et l'Italie). La France occupe une position intermédiaire avec des taux de croissance de la valeur ajoutée et de la productivité qui se situent entre ceux observés dans les économies du Sud et du Nord. Dans la section suivante, nous utilisons des techniques statistiques pour quantifier la divergence des pays européens en termes de spécialisation industrielle et de synchronisation des cycles industriels.

3. Similarités et divergences dans l'Union européenne

3.1. Convergence des spécialisations productives

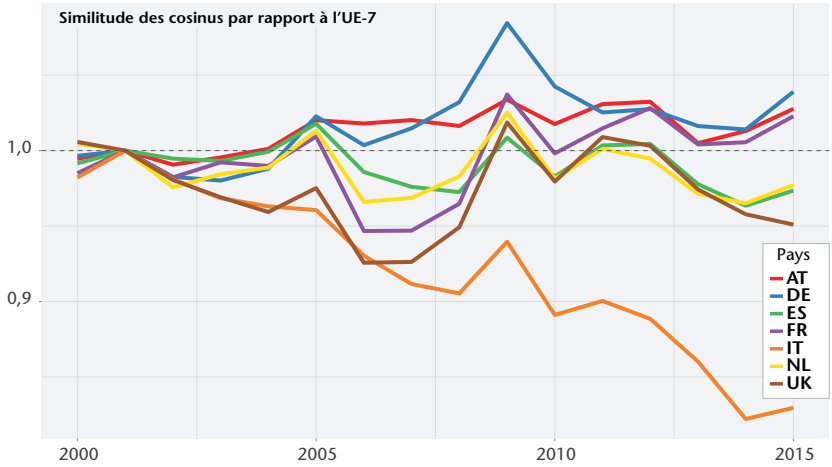
Nous analysons d'abord les niveaux de similarité dans les structures de spécialisation productives. Cette estimation est importante pour comprendre dans quelle mesure les activités productives des différentes économies de l'UE sont intégrées. Une forte similarité structurelle indiquerait que l'Europe peut être perçue comme un bloc productif unique avec une forte spécialisation unifiée dans certaines activités productives. Au contraire une faible similarité structurelle indiquerait plutôt que chaque pays a son propre profil de spécialisation. Cela pourrait avoir des conséquences importantes pour la politique économique au sein de l'UE, car des structures productives hétérogènes pourraient notamment générer des chocs asymétriques entre les pays. Selon Krugman (1991), l'un des effets de l'intégration européenne aurait été un plus grand degré de spécialisation régionale. Cela aurait également conduit à de plus grandes instabilité régionales et à des divergences des taux de croissance dans le pays de l'UE.

L'indice de similarité que nous employons mesure le degré et la direction de spécialisation spécifiques aux différents pays. Plus précisément, nous déterminons d'abord l'avantage comparatif révélé que chaque pays affiche dans la production de biens et services en calculant l'indice de Balassa (1965) à partir des données EU-KLEMS sur la valeur ajoutée totale par secteur[8]. Nous répétons le calcul des indices de Balassa en considérant aussi la production moyenne de chaque secteur en Europe[9]. Cette procédure d'agrégation nous permet de déterminer la spécialisation moyenne des pays dans l'économie de l'UE. Enfin, nous mesurons le degré de similarité de chaque pays avec la spécialisation moyenne de l'UE en calculant l'indice du cosinus. Cet indice est

compris entre 0 et 1, une valeur élevée indiquant une forte similarité des spécialisations productives entre deux pays.

L'évolution de cet indice constitue notre mesure de similarité des spécialisations sectorielles et est illustrée par le graphique 7. Le graphique est construit de telle sorte qu'un score croissant (décroissant) dans le temps indique une augmentation (une baisse) de la similarité entre un pays spécifique et l'indice de spécialisation agrégé de l'UE. Enfin, les dernières colonnes des matrices du graphique 8 reportent les niveaux de similarité par rapport à la moyenne UE, respectivement en 2000 et en 2015. Les autres colonnes des matrices du graphique 8 reportent plutôt la corrélation dans la spécialisation productive par paire de pays.

Graphique 7. Évolution de la similitude des cosinus entre les sept économies considérées et l'indicateur global représentatif de l'UE



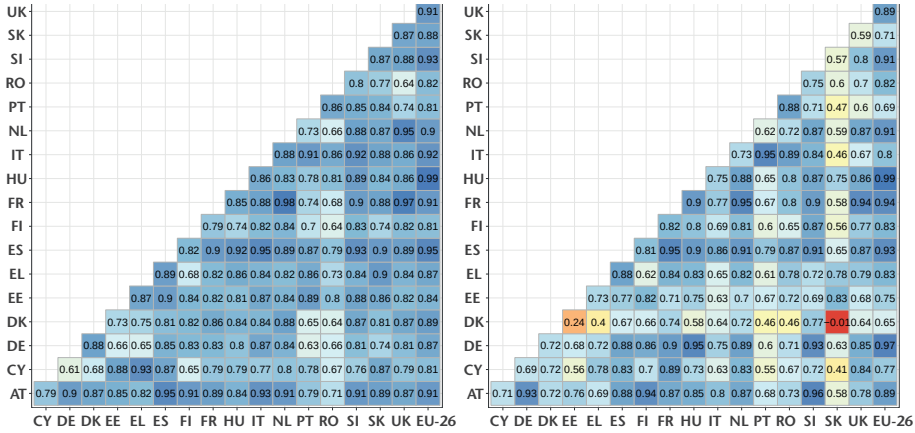
AT = Autriche, CY = Chypre, DE = Allemagne, DK = Danemark, EE = Estonie, EL = Grèce, ES = Espagne, FI = Finlande, FR = France, HU = Hongrie, IT = Italie, NL = Pays Bas, PT = Portugal, RO = Roumanie, SI = Slovénie, SK = Slovaquie, UK = Royaume-Uni.
Source : EU-KLEMS 2017.

8. L'avantage comparatif ou « Revealed Comparative Advantages » (RCA) en anglais est calculé comme suit : $RCA_{i,s} = (VA_{i,s} / \Sigma_s VA_{i,s}) / (\Sigma_i VA_{i,s}) / \Sigma_s VA_{i,s})$, où les indices i and s représentent respectivement le pays et le secteur (désagrégation à 2 chiffres). Le numérateur calcule la part de chaque secteur dans le PIB d'un pays, et le dénominateur calcule cette part pour l'ensemble des pays étudiés. Aussi si le ratio RCA est supérieur à l'unité, alors le pays est plutôt spécialisé dans le secteur s relativement aux autres pays.

9. Pour exploiter une plus grande variabilité des données, dans cette section nous utilisons 16 économies de l'UE car leurs données sur la valeur ajoutée par industrie (au niveau NACE 2) sont disponibles.

Le graphique 7 montre que la spécialisation productive de tous les pays de l'UE était très similaire au début du 21e siècle. Les pays de l'UE montraient un niveau de similarité avec la spécialisation productive moyenne de l'UE qui se situait entre 80 % et 99 % (voir la dernière colonne du graphique 8). La spécialisation au sein de l'UE a considérablement divergé depuis. L'Allemagne et l'Autriche ont régulièrement accru leur similarité avec la spécialisation productive de l'UE. Des pays comme la France, les Pays-Bas, l'Espagne et le Royaume-Uni ont eu une dynamique de spécialisation beaucoup plus volatile. Cependant, après la crise de 2007/2008, la France a pu rattraper l'Allemagne et l'Autriche, tandis que les autres économies ont diminué leur similarité avec le respect de la spécialisation de l'UE. Enfin, l'Italie s'est caractérisée par une diminution constante de la similarité par rapport à la spécialisation moyenne de l'UE (voir graphique 7). Le résultat de cette dynamique est que la similitude des structures productives est significativement plus faible en 2015. L'analyse des similarités par paire de pays (voir graphique 8) permet de tirer des conclusions similaires sur l'évolution des structures productives au sein de l'Union européenne.

Graphique 8. Matrices de similarité des cosinus du RCA (Advantage Comparatif Révélé) en 2000 et 2015 pour un grand nombre d'économies de l'UE



AT = Autriche, CY = Chypre, DE = Allemagne, DK = Danemark, EE = Estonie, EL = Grèce, ES = Espagne, FI = Finlande, FR = France, HU = Hongrie, IT = Italie, NL = Pays Bas, PT = Portugal, RO = Roumanie, SI = Slovénie, SK = Slovaquie, UK = Royaume-Uni.
Source : EU-KLEMS 2017.

3.2. Synchronisation des cycles industriels

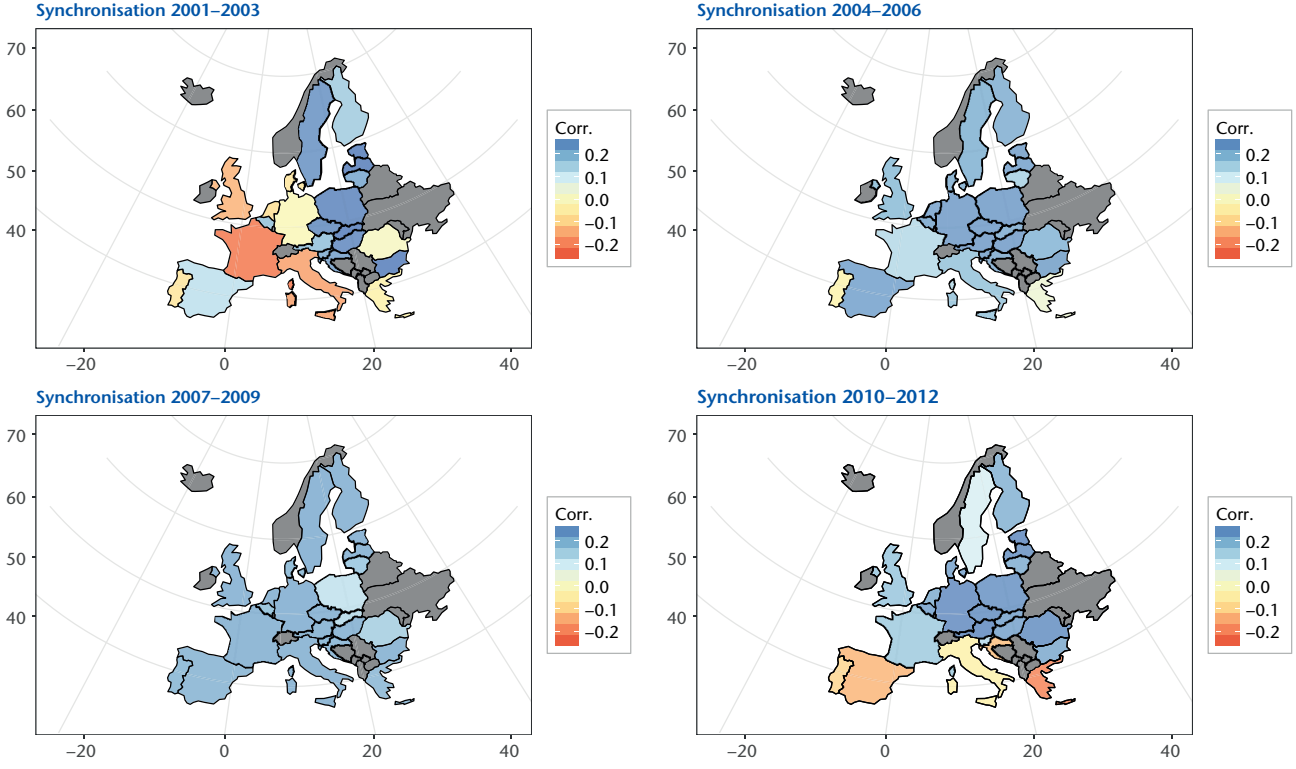
Une des conséquences de l'hétérogénéité de la spécialisation sectorielle est l'apparition d'une dynamique des cycles moins synchrone au sein de l'UE. Pour tester cette hypothèse, nous utilisons dans cette section une nouvelle méthodologie qui nous permet de caractériser la synchronisation des économies européennes en termes de corrélation avec un facteur commun expliquant la plus grande partie de la variance de la production sectorielle des 28 économies européennes (UE28), facteur destiné à capter le cycle économique de l'ensemble de l'UE[10]. Pour mener cette étude, nous devons utiliser les données mensuelles dont la disponibilité n'est assurée que pour le secteur manufacturier[11].

Les cartes montrent la synchronisation des économies européennes pour quatre périodes différentes. Chacune de ces périodes se référant à une fenêtre temporelle spécifique de 36 mois : 2001-2003, 2004-2006, 2007-2009, 2010-2012. Les couleurs et leur intensité décrivent le degré de synchronisation cyclique de chaque pays par rapport au facteur commun de l'UE, expliquant environ 70 % de la variance des co-mouvements de production industrielle de l'UE. De plus, les couleurs de l'échelle bleue représentent une corrélation positive avec le cycle économique de l'UE alors que les couleurs de l'échelle rouge représentent une corrélation négative.

L'analyse des cartes permet d'écrire une histoire claire de la synchronisation industrielle entre les 28 pays de l'Union. Les cycles manufacturiers des pays européens n'étaient pas particulièrement synchronisés au début du 19e siècle – c'est-à-dire au moment de l'introduction de l'euro – même si une séparation entre les pays de l'UE orientale et occidentale est évident (si l'on exclut l'Espagne du groupe occidental). Depuis l'introduction de la monnaie commune, la plupart des économies de l'Est ont rattrapé les principaux pays historiques de l'UE et la synchronisation industrielle européenne a augmenté, peut-être aussi grâce à une augmentation continue de la fragmentation internationale des processus de production et à une plus grande inclusion des pays de l'Est dans la chaîne de valeur européenne (voir ECB, 2013). Uniquement la Grèce et le Portugal ont montré de faibles signes de divergence. En outre, la synchronisation était presque parfaite

10. Cette section s'appuie sur les méthodologies économétriques développées dans le travail de Guerini *et. al*, (2018).
11. Certes, cela réduit la portée de l'analyse. Toutefois, un test rapide nous montre une corrélation supérieure à 0,8 du cycle économique global avec le secteur manufacturier.

Cartes. Synchronisation des économies européennes pour quatre périodes différentes*



* L'indice de synchronisation est mesuré comme la corrélation entre la production industrielle d'un seul pays et le facteur commun estimé, capable d'expliquer la partie maximale de la variance entre les productions industrielles des économies de l'UE28.

Source : Eurostat.

pendant la période de crise : la carte du panneau en bas à gauche montre en effet que la crise a représenté un choc affectant tous les pays dans la même direction. En revanche, la phase d'après-crise représente le moment où les économies de l'UE ont commencé à diverger à nouveau, au point que l'UE est revenue à être divisée en deux blocs. Cependant, ces blocs sont dorénavant identifiables le long de l'axe Nord-Sud (pays méditerranéens *versus* Europe centrale, Europe du Nord et Europe de l'Est) au lieu d'un axe Est-Ouest détecté pour la période 2001-2003.

4. Conclusions

Dans cet article, nous avons étudié les processus de convergence/divergence entre les pays de l'Union européenne. Après avoir brièvement décrit le scénario macroéconomique des deux dernières décennies, nous nous sommes concentrés sur l'évolution de l'industrie en considérant plusieurs dimensions de la performance industrielle (taux de croissance de la valeur ajoutée, productivité, investissement et main-d'œuvre) dans sept grandes économies européennes. Ensuite, en employant des méthodologies plus quantitatives et en élargissant l'ensemble des pays considérés, nous avons évalué dans quelle mesure les spécialisations industrielles sont devenues similaires au sein de l'Union européenne et combien les phases du cycle économique des différents pays de l'UE sont synchronisées.

Nos résultats indiquent que les performances industrielles des pays de l'UE ont divergé au cours des deux dernières décennies, en particulier après la crise de 2007-2008. Depuis la crise, trois groupes de pays ont clairement émergé. Le premier groupe inclue les pays du Nord, comme l'Allemagne et l'Autriche, qui ont affiché de bien meilleures performances en termes de valeur ajoutée industrielle, de productivité totale des facteurs et d'investissement. Le deuxième groupe comprend les économies du Sud, comme l'Italie et l'Espagne, où la performance moyenne a été faible selon nos indicateurs. L'économie espagnole a montré quelques signes de reprise après la crise, alors que l'Italie reste bloquée sur une trajectoire de déclin qui semble, hélas, irréversible. Cette tendance constitue une préoccupation majeure pour l'ensemble du processus d'intégration économique de l'UE, tant l'Italie a été et demeure un acteur économique et politique majeur dans la formation de l'Union européenne et parce qu'elle est, après la Grèce, le pays avec le plus fort taux de dette publique. Enfin, le troisième groupe

comprend la France, les Pays-Bas et le Royaume-Uni. Ces pays ont eu des performances hétérogènes et leur taux de croissance moyens de la valeur ajoutée, de la productivité totale des facteurs et de l'investissement se situent entre ceux des pays du Nord et du Sud.

Le clivage Nord-Sud se retrouve lors de l'analyse de la convergence des spécialisations productives au sein de l'UE. Avec le nouveau millénaire, les modèles de spécialisation des pays sont assez similaires jusqu'à la crise de 2007/2008. L'Allemagne, l'Autriche et dans une moindre mesure la France ont maintenu leur spécialisation en ligne avec la moyenne de l'UE. En revanche, les spécialisations industrielles du Royaume-Uni, de l'Espagne, des Pays-Bas et de l'Italie ont divergé du reste de l'Europe après la crise. Comme ce fut le cas pour la performance industrielle, la divergence de spécialisation est particulièrement marquée pour l'Italie. La conséquence est qu'au sein de l'Union européenne, les cycles économiques devraient être moins synchrones dans l'avenir.

En conclusion, les résultats de notre étude indiquent que la convergence économique au sein l'Union européenne demeure un vœu pieu, un objectif encore hors de portée. Le timide processus de convergence observé dans la première décennie du 21e siècle a été complètement annihilé par la Grande Récession. On peut s'interroger sur les leviers de l'action politique à même d'inverser cette tendance. Mais il importe de pouvoir l'inverser pour ceux qui espère une issue positive à la construction européenne. Le pays malade reste l'Italie. Son déclin constitue une menace majeure pour le bon fonctionnement futur de l'Union européenne.

Références

Aghion P., P. Howitt, 1992, « A Model of Growth Through Creative Destruction », *Econometrica*, vol. 60, n° 2, p. 323.

Balassa B., 1965, « Trade liberalisation and revealed comparative advantage », *The Manchester School of Economic and Social Studies*, vol. 33, n° 2, pp. 99-123.

Carlin W., D. Soskice, 2008, « German economic performance: Disentangling the role of supply-side reforms, macroeconomic policy and coordinated economy institutions », *Socio-Economic Review*, vol. 7, n° 1, pp. 67-99.

Creel J., 2018, *Convergence in EMU: What and How?*, EU Parliament In-Depth Analsys – Requested by the ECON committee.

Davies R., 2015, *Industry 4.0. Digitalisation for Productivity and Growth,* European Parliamentary Research Service.

European Central Bank, 2013, *ECB Monthly Bulletin*, juin.

Égert B., 2015, « Public debt, economic growth and nonlinear effects: Myth or reality? », *Journal of Macroeconomics*, n° 43, pp. 226-238.

European Commission, 2017, *Deepening of the Economic and Monetary Union*, European Commission Reflection Papers.

Griffith R., 2004, « Redding Stephen, Reenen John Van. Mapping the two faces of R&D: Productivity growth in a panel of OECD industries », *Review of economics and statistics*, vol. 8, n° 4, pp. 883-895.

Guerini M., T. D. Luu, M. Napoletano, 2018a, *Synchronization Patterns in the European Union*, Mimeo.

Guerini M., A. Moneta, M. Napoletano, A. Roventini, 2018b, « The janus-faced nature of debt: Results from a data-driven cointegrated svar approach », *Macroeconomic Dynamics* (à paraître).

Herndon T., Ash M, R. Pollin, 2014, « Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff », *Cambridge journal of economics*, vol. 3, n° 2, pp. 257-279.

Jager K., 2017, *Growth and Productivity Accounts 2017 release — Description of Methodology and General Notes*, EU KLEMS, http ://www.euklems.net

Krugman P., 1993, « Lessons of Massachusetts for EMU in *Adjustment and Growth in the European Monetary Union* », Torres F. et Giavazzi F. (eds.), Cambridge University Press.

Le Moigne M., X. Ragot, 2015, « France et Allemagne : une histoire du désajustement européen », *Revue de l'OFCE*, n° 142, pp. 177-231, septembre.

Martí F., J. J. Pérez, 2015, « Spanish Public Finances through the Financial Crisis », *Fiscal Studies*, n° 36, pp. 527-554.

Mundell R. A., 1961, « A Theory of Optimum Currency Areas », *The American Economic Review*, vol. 5, n° 4, pp. 657-665.

Reinhart Carmen M., Rogoff Kenneth S., 2010, « Growth in a Time of Debt », *American Economic Review*, vol. 10, n° 2, pp. 573-578.

Romer P; M., 1990, « Endogenous technological change », *Journal of political Economy*, vol. 98, n° 5, Part 2, S71-S102.

Rüßmann M., M. Lorenz, P. Gerbert, M. Waldner, J. Justus, P. Engel, M. Harnisch, 2015, *Industry 4.0: The future of productivity and growth in manufacturing industries*, Boston Consulting Group.

Tørsløv T. R., L. S. Wier, G. Zucman, 2018, « The Missing Profits of Nations », *NBER Working Paper,* n° 24701, juin.

FRANCE-ALLEMAGNE : RETOUR AU TRAVAIL

Édouard Challe
École polytechnique, CREST, OFCE
Xavier Ragot
Sciences Po, OFCE

Cet article vise à clarifier le débat sur l'excédent courant allemand en comparant la compétitivité-prix et les performances à l'exportation de l'Allemagne et de la France. Nous avançons qu'un déterminant fondamental des déséquilibres entre les deux pays est la divergence des coûts salariaux unitaires entre ces deux pays à partir des années 2000. Cette divergence procède de trois facteurs. Tout d'abord, les réformes sur le marché du travail en Allemagne à partir de la fin des années 1990 ont conduit à une hausse de l'offre de travail, accompagnée d'une modération salariale, voire d'une baisse des salaires réels. Ce gain de compétitivité-prix s'est ensuite amplifié en raison, d'une part, de la fixité du taux change nominal et, d'autre part, de rigidités salariales nominales en France. Nous construisons un modèle simplifié de commerce international afin d'identifier le rôle de la concurrence pour la demande mondiale dans une union monétaire. Ce mécanisme est absent de nombreux travaux analysant les déséquilibres au sein de la zone euro (qui considèrent l'Europe comme une économie fermée). Une hausse de l'inflation et une meilleure coordination des politiques salariales contribueraient à faciliter une reconvergence européenne.

Mots clés : compétitivité-prix, compte courant, Europe.

La gestion des déséquilibres de la zone euro connaît une nouvelle étape, concernant le rééquilibrage de la « compétitivité ». Ce terme polysémique désigne ici les divergences entre les pays de la zone euro en termes de dynamiques du marché de l'emploi et de performances à l'exportation. Ce rééquilibrage est un enjeu essentiel pour l'avenir de la

zone euro, mais qui a été masqué ces dernières années par les discussions budgétaires. En effet, l'effort européen simultané pour réduire les déficits publics a conduit à un ralentissement de l'activité, lequel a focalisé le débat public et académique sur les problèmes de demande agrégée. Cette focalisation ne doit pas masquer un autre problème fondamental, et bien plus ancien, à savoir les écarts de compétitivité au sein de la zone euro et les divergences qu'ils engendrent entre certains pays membres en termes d'emploi et d'activité.

L'objet de cet article est de clarifier le débat sur ces déséquilibres en comparant la compétitivité-prix et les performances à l'exportation de l'Allemagne et de la France. Le choix de ces deux pays peut se justifier de plusieurs manières. D'un point de vue quantitatif, ces deux pays représentent environ 45 % du PIB de la zone euro ; leurs relations représentent donc un intérêt en soi, quelle que soit par ailleurs la dynamique du reste de la zone euro. Concentrer notre analyse sur ces deux pays, plutôt que de considérer des groupes de pays (tels le « nord » et le « sud » de l'Europe), comme cela est souvent le cas dans la littérature, présente également l'avantage d'éviter les difficultés associées au regroupement de pays dont les structures industrielles et les dynamiques restent fortement disparates. Enfin, comme nous allons le voir, le cœur de notre analyse est la concurrence pour répondre à la demande mondiale qui peut s'opérer au sein d'une zone monétaire. De ce point de vue, les relations macroéconomiques entre la France et l'Allemagne représentent un intérêt particulier en raison de la proximité industrielle des deux pays, laquelle tend à intensifier cette concurrence. Dans le même temps, les deux pays sont représentatifs des divergences les plus marquées au sein de la zone euro en termes de marché de l'emploi et de compétitivité.

Pour comprendre la divergence entre la France et l'Allemagne, deux approches peuvent être adoptées, qui reflètent l'ambivalence de la balance courante, la mesure la plus utilisée de la compétitivité d'un pays. La balance courante est tout d'abord le volume net des exports, c'est-à-dire la balance des biens et services, plus les transferts de revenus. Pour la France et l'Allemagne, c'est essentiellement la balance commerciale qui détermine la dynamique de la balance courante. Ainsi perçue, la balance courante mesure la capacité exportatrice d'un pays, sa « compétitivité ». Cependant, la balance courante est, tout autant, le taux d'épargne national net de l'investissement. De ce point de vue, la balance courante reflète soit une propension à épargner élevée, soit un déficit d'investissement national.

Dans cet article, nous avançons qu'un déterminant fondamental des déséquilibres entre l'Allemagne et la France est la divergence des coûts salariaux unitaires entre ces deux pays à partir des années 2000, du fait de la modération salariale allemande. Cette divergence procède de trois facteurs. Tout d'abord, les réformes sur le marché du travail en Allemagne entre la fin des années 1990 et le milieu des années 2000 (décentralisation des négociations salariales au sein des entreprises dans les années 1990, puis « réformes Hartz » dans les années 2000)[1] ont conduit à une hausse significative de l'offre de travail dans ce pays, accompagnée d'une modération salariale, voire une baisse des salaires réels. Cet avantage initial en termes de compétitivité-prix s'est amplifié au fil du temps en raison de deux facteurs structurels. D'une part, la fixité du taux de change nominal dans le contexte de l'Union économique et monétaire a empêché une dévaluation nominale en France qui aurait corrigé une partie du différentiel de compétitivité-prix entre les deux pays. D'autre part, la hausse de la demande des biens allemands et la baisse de la demande de biens français n'a pas conduit à une réduction rapide de l'écart des prix et salaires nominaux, laquelle aurait également contribué à résorber une partie du différentiel initial de compétitivité-prix.

Un certain nombre de travaux de macroéconomie appliquée ont tenté de quantifier la contribution de la modération salariale allemande aux déséquilibres intra-européens dans le cadre de modèles d'équilibre général à deux zones (voir, par exemple, Busl et Seymen, 2013 ; Dao, 2013a et 2013b). Dans ces modèles, la zone euro est représentée comme une grande économie fermée composée de l'« Europe du nord », qui connaît une modération salariale importante, et le reste de l'Europe (« du sud », pour simplifier) qui voit les prix des biens produits en Europe du Nord diminuer. Un résultat récurrent de ces travaux est que l'Europe du Sud bénéficie de la modération salariale de l'Europe du Nord, car elle peut en acheter les biens à moindre coût, que ce soit pour consommer ou pour investir. Ce résultat a souvent été mis avant pour expliquer que la modération salariale en Europe du Nord n'est pas un problème en soi. Quoique cette littérature ne porte en général pas spécifiquement sur la France et l'Allemagne (mais plutôt sur des groupes de pays au sein de la zone euro), l'application d'un même modèle à deux zones à ces deux pays conduirait exactement au même

1. Voir, par exemple, Dustmann *et al.* (2014) et Burda et Seele (2016).

résultat : une amélioration de la compétitivité-prix de l'Allemagne conduirait à une baisse des prix des biens allemands qui serait nécessairement profitable aux ménages et aux entreprises français, *via* des termes de l'échange plus favorables.

Dans cet article, nous montrons que cette analyse néglige les interactions entre les pays de l'union monétaire d'une part, et le reste du monde d'autre part. Plus précisément, nous construisons un modèle d'équilibre général à trois zones, dans lequel les deux zones de l'union monétaire sont en concurrence pour répondre à la demande mondiale. Dans ce cadre, une augmentation de la compétitivité-prix d'un des pays de la zone peut se révéler bénéfique pour le reste du monde (en raison de la baisse des prix des biens produits dans l'union), tout en étant coûteuse pour l'autre zone de l'union monétaire, en termes d'activité, d'emploi et de bien-être. Cet effet négatif d'une augmentation de la compétitivité-prix d'un pays de la zone monétaire sur l'autre pays de la zone est par construction absent des modèles à deux zones, qui ne considèrent que l'effet positif venant des termes de l'échange entre les deux pays. Nous avançons que cet effet négatif est pourtant central pour comprendre la dynamique économique franco-allemande des vingt dernières années[2]. Cette analyse est également riche d'enseignements quant aux dilemmes de politique économique auxquels l'UEM est confrontée. En effet, les déséquilibres intra-européens et le chômage en Europe du Sud pourraient en principe être résorbés par une politique monétaire expansionniste, laquelle réduirait les salaires réels et stimulerait la demande de travail dans les pays où le chômage sévit. Mais cette politique augmenterait mécaniquement le prix des biens, ce à quoi l'Europe du Nord n'a aucun intérêt, bien au contraire. Il faut donc imaginer, et coordonner, d'autres formes de politiques économiques. Nous formulons quelques propositions en ce sens dans la conclusion de l'article.

Le reste de ce chapitre est composé de trois sections. Dans la section 1 nous présentons les faits empiriques qui motivent notre approche en termes de déséquilibre sur le marché du travail. La section 2 présente les résultats d'une formalisation du commerce international dans une économie monétaire à trois zones et avec une union moné-

2. À notre connaissance, le seul article proposant un modèle à trois zones pour étudier les divergences intra-européennes est Kollmann *et al.* (2014).

taire de deux zones. La section 3 conclue en présentant des implications de politiques économiques.

1. Les divergences entre la France et l'Allemagne

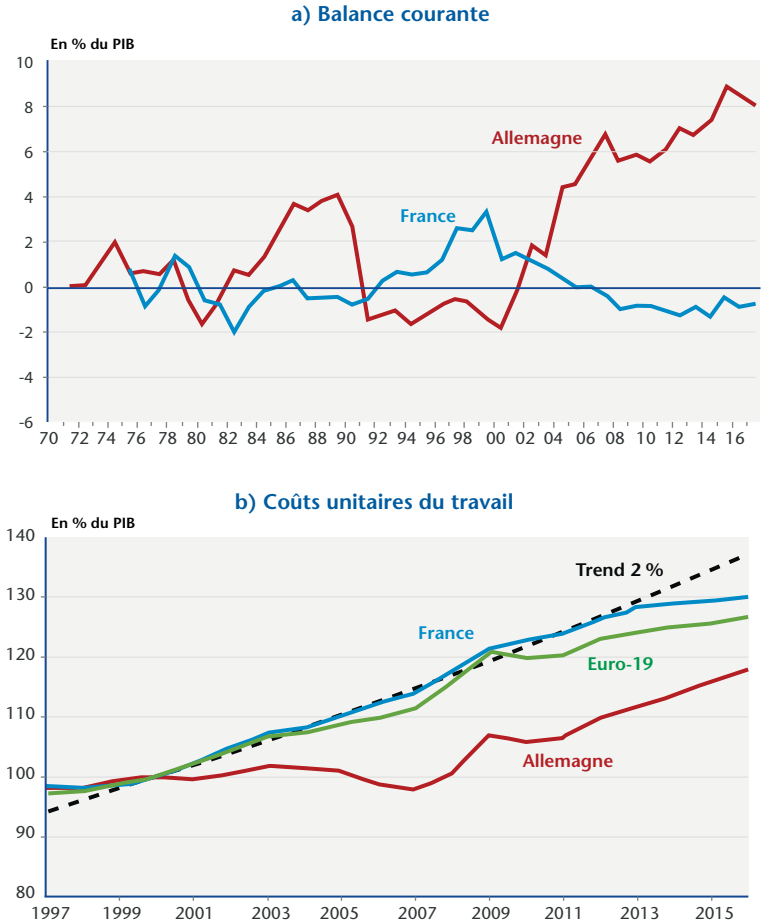
Une mesure synthétique des déséquilibres extérieurs entre la France et l'Allemagne est la balance courante. Le graphique 1, partie gauche, montre les balances courantes française et allemande depuis 1970. La divergence entre la France et l'Allemagne à partir des années 2000 est spectaculaire. L'Allemagne est l'un des grands pays qui a la balance courante la plus excédentaire. Cela signifie qu'elle exporte beaucoup de biens et services, ou, de manière équivalente, qu'elle prête beaucoup au reste du monde.

La partie droite du graphique représente le coût unitaire du travail dans l'économie, en base 100 de l'an 2000. Ce graphique représente la France, l'Allemagne, la moyenne de 19 pays européens, ainsi qu'une tendance de 2 % qui est la cible d'inflation de la Banque centrale européenne (BCE). Le coût unitaire du travail est une mesure synthétique de la compétitivité des pays en termes de coût de production dans une union monétaire. Elle est définie comme le coût moyen total du facteur travail par unité produite. Par voie de conséquence, ce coût unitaire représente aussi la part des salaires dans la richesse créée. Ainsi, un coût unitaire nominal qui croît comme l'inflation indique une part des salaires constante. On voit sur le graphique 2 que c'est le cas en France comme dans la moyenne de l'Europe, qui suit la cible d'inflation de la BCE sur la période. En Allemagne, par contre, le coût unitaire du travail a cru en moyenne moins vite que l'inflation, ce qui indique une chute de la part des salaires dans le PIB et une hausse de la part des profits (ce que l'on peut mesurer par ailleurs, voir Neymann et Karabarbounis, 2014).

Dans tous les cas, on voit que les salaires ont cru bien moins vite en Allemagne qu'en France et en Europe, accroissant ainsi la compétitivité-coût de l'Allemagne. Dans un travail récent, Le Moigne et Ragot (2015) décomposent la dynamique des coûts unitaires du travail dans chaque pays entre les secteurs abrités et exposés au commerce international. Parmi les premiers se trouvent par exemple l'industrie, l'agroalimentaire et les transports. Parmi les seconds on trouve par exemple les services à la personne, l'immobilier et le commerce de détail. L'étude montre que le secteur abrité est un intrant essentiel des

secteurs exposés au commerce international ; il faut donc, pour mesurer la compétitivité-coût, calculer une moyenne pondérée des différents coûts unitaires, y compris ceux des secteurs abrités (voir aussi Bas, Mayer, Martin, *Note du CAE*, 2015).

Graphique 1. Balance courante et coûts unitaires du travail



Source : OCDE.

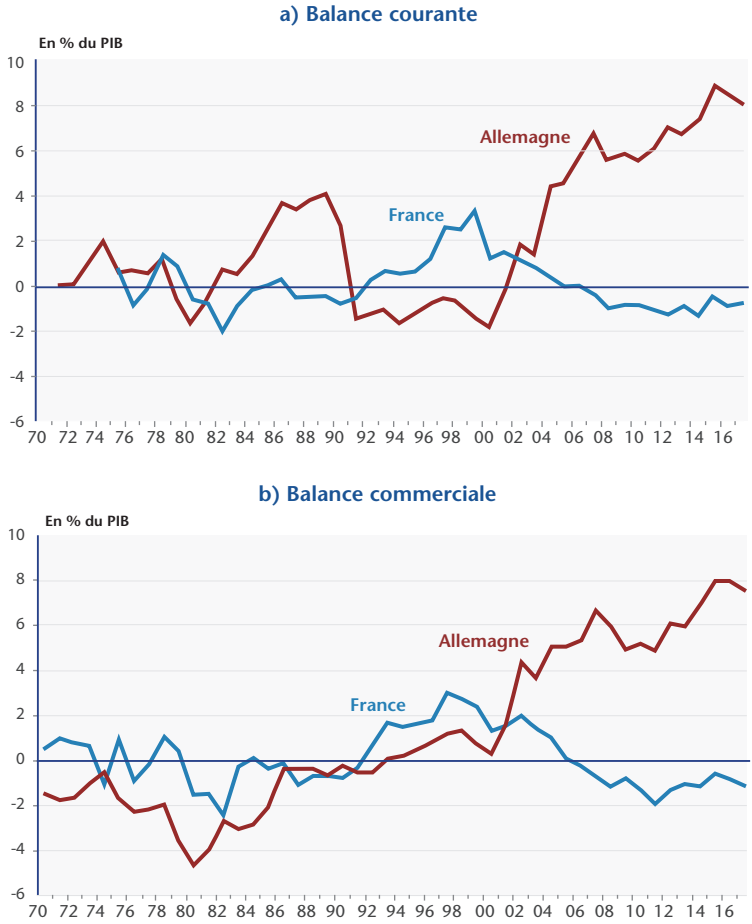
La thèse défendue dans cet article est l'existence d'une causalité, au moins partielle, entre la dynamique des salaires (graphique de droite) et celle de la compétitivité, telle que mesurée par la balance commerciale. Cette affirmation n'est pas directe car de multiples facteurs influencent la balance courante. En particulier, la balance courante est

à la fois la somme de la balance commerciale et des transferts et, en même temps, l'excès de l'épargne nationale sur l'investissement national. Nous allons maintenant considérer la balance courante sous ces deux angles afin de montrer qu'ils aboutissent au même diagnostic.

1.1. De la balance commerciale à la balance courante

Le graphique 2 représente la balance courante et la balance commerciale de la France et de l'Allemagne, et démontre que c'est bien la dynamique de la balance commerciale qui sous-tend la tendance de la balance courante.

Graphique 2. Balance courante et balance commerciale

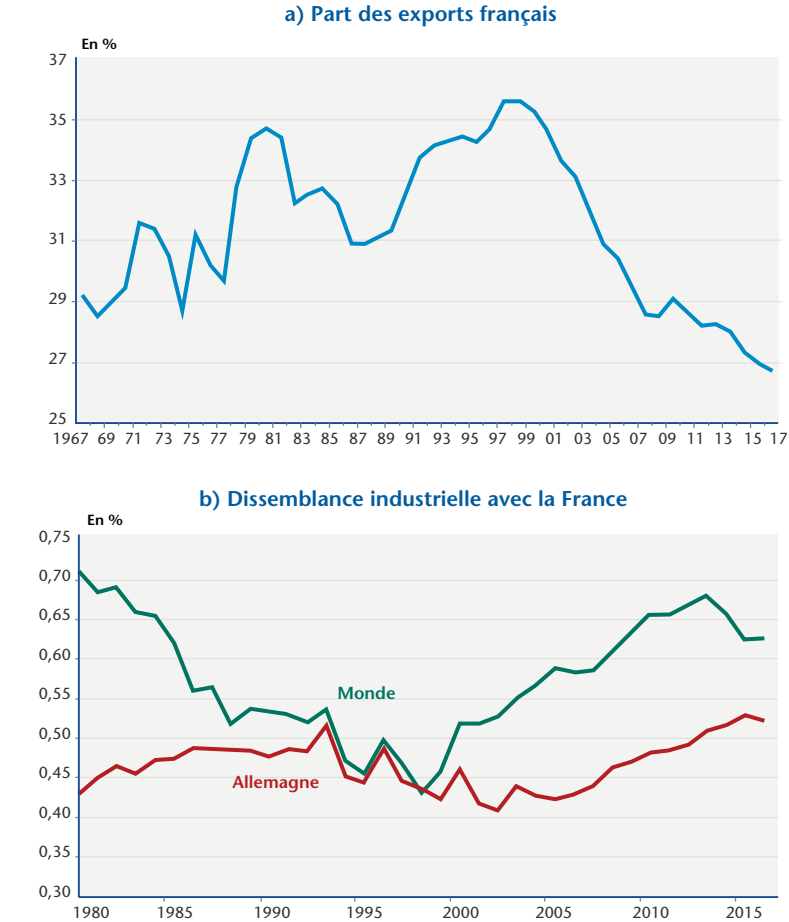


Source : OCDE.

On peut vérifier que la hausse de la balance commerciale provient de la dynamique des exportations (et non une décroissance des importations). En effet, le ratio des importations sur les exportations suit la même tendance croissante en France comme en Allemagne.

On peut vérifier le rôle de la divergence des exports entre les deux pays de manière plus précise. La partie gauche du graphique 3 représente la part (en %) des exports français, X_t^F, sur la somme des exports français et allemands, $X_t^F / (X_t^F + X_t^A)$. Cet indicateur mesure le dynamisme des exportations d'un pays relativement à un autre : une valeur constante de l'indicateur implique que les exportations des deux pays

Graphique 3. Part des exports et indicateurs de proximité industrielle



Sources : Chelem, calcul des auteurs.

croissent au même taux, et une valeur croissante que les exportations du pays considéré croissent plus vite que celles de l'autre. Le graphique révèle une nette rupture de tendance en 1997, date après laquelle les exportations françaises ne suivent plus le rythme de croissance des exportations allemandes. Ainsi, les exports semblent jouer un rôle important dans la divergence des deux pays.

Enfin, la France et l'Allemagne sont des pays proches en matière de structure à l'exportation. En effet, la partie droite du graphique 3 représente un indicateur de dissemblance industrielle entre la France et l'Allemagne d'une part, et la France et le reste du monde d'autre part. Plus l'indicateur est élevé, plus les pays diffèrent en termes de structure d'exportations.

Cet indicateur de dissemblance industrielle est construit sur la base 71 secteurs, et suivant la méthodologie proposée par Krugman (1991). Si $X_t^{i,j}$ est le volume d'export dans le secteur *i* du pays *j* à la période *t*, alors la part de ce secteur dans le total des exportations du pays est donnée par :

$$S_t^{i,j} = \frac{X_t^{i,j}}{\sum_{i=1}^{71} X_t^{i,j}},\ avec\ \ \sum_i S_t^{i,j} = 1$$

L'indicateur de dissemblance industrielle entre le pays *j* et *k* est alors donné par :

$$I_t^{j,k} = \sum_{i=1}^{71} \left| S_t^{i,j} - S_t^{i,k} \right|$$

Cet indicateur est égal à 0 si les pays exportent les mêmes biens, et égal à 71/2 si les pays sont complètements hétérogènes en termes de structure industrielle (c'est-à-dire n'ont aucun secteur d'exportation en commun). La partie droite du graphique 3 montre que la France est nettement plus proche de l'Allemagne que du reste du monde en termes de spécialisation industrielle.

Enfin, le tableau 1 ci-après liste les dix secteurs pour lesquels la perte de parts de marché de la France par rapport à l'Allemagne est la plus importante, ainsi que les 7 secteurs pour lesquels la France a gagné des parts de marchés par rapport à l'Allemagne.

Les secteurs pour lesquels la France a perdu des parts de marché sont des secteurs industriels et de l'industrie agroalimentaire. Les secteurs pour lesquels la France a gagné des parts de marché sont des secteurs du luxe et des matières premières. Il convient de noter que des modèles quantitatifs du commerce international conduisent à des

Tableau 1. Pertes de parts de marchés pour la France et l'Allemagne

Pertes de parts de marchés	Gains de parts de marché
1. Coke	1. Pétrole brut
2. Viandes et poissons	2. Bijoux
3. Électricité	3. Horlogerie
4. Matériel informatique	4. Minerais de fer
5. Conserves animales	5. Cuirs
6. Électronique grand public	6. Charbon
7. Armement	7. Minerais non ferreux
8. Produits raffinés du pétrole	
9. Composants électroniques	
10. Or non monétaire	

Source : Chelem.

conclusions similaires. Ainsi, Ducoudré *et al.* (2018) quantifient la sous-évaluation relative de l'Allemagne par rapport à la France et aboutissent à un montant de l'ordre de 20 %. Enfin, parmi les faits stylisés du commerce intra-européen, et comme le souligne Destatis, les exportations allemandes qui étaient réalisées vers l'Union européenne s'orientent de plus en plus hors de l'Union européenne. Ainsi, la France, qui était auparavant le premier partenaire commercial de l'Allemagne, a perdu sa place en 2016 au profit des États-Unis. Cette tendance à l'extériorisation des exportations allemandes (vers le reste de l'Union européenne) est cohérente avec notre analyse en termes de concurrence pour répondre à la demande mondiale[3].

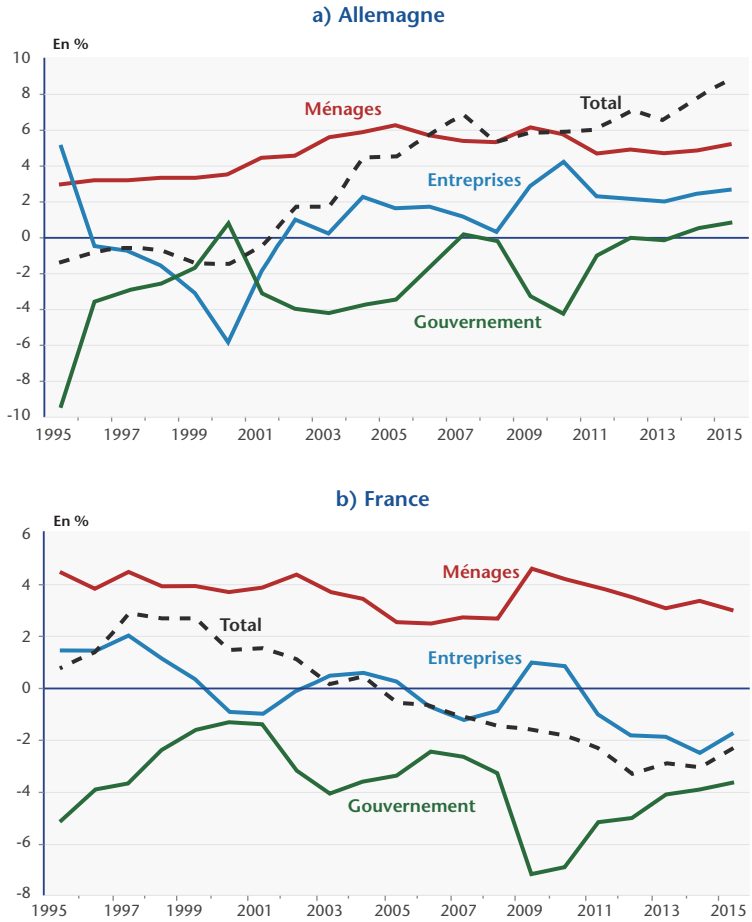
1.2. Du taux d'épargne à la balance courante

Nous analysons maintenant l'excès de l'épargne sur l'investissement. Le graphique 4 représente la part de l'épargne des ménages, des entreprises et de l'État en pourcentage du PIB. Le taux d'épargne national (courbe pointillée noire) est la somme de ces trois taux d'épargne.

L'épargne nationale allemande croît de manière spectaculaire, pour atteindre 8 % du PIB en 2016. Cette hausse provient de l'épargne de l'État et de celle des entreprises (le taux d'épargne de l'État est très négatif en France, et celui des entreprises est également négatif, alors

3. Le modèle de la deuxième partie ne formalise pas explicitement le commerce intra-européen. Cependant, le modèle conduit à une contraction de l'activité en France et une stimulation des exportations du fait d'une dépréciation du change. Ces deux tendances sont favorables à une réorientation des exportations allemandes vers le reste du monde.

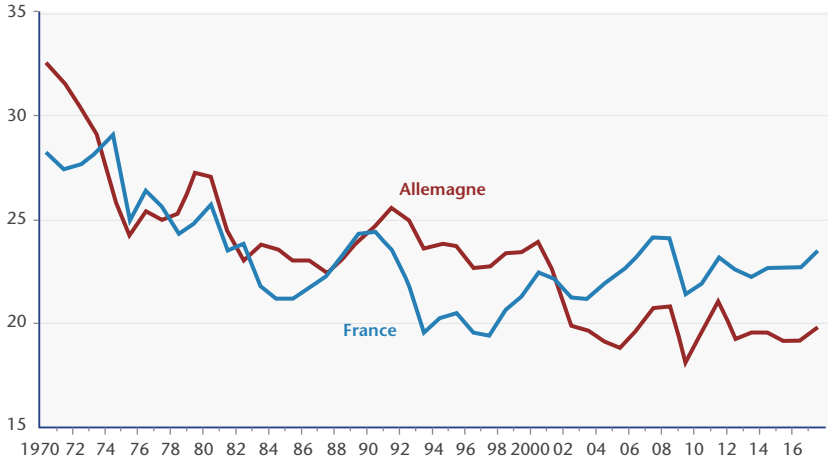
Graphique 4. Épargne nationale en France et en Allemagne, par secteur institutionnel



Source : OCDE.

que tous deux sont positifs en Allemagne). Par contraste, le taux d'épargne des ménages diffère peu entre les deux pays. Enfin, comme le montre le graphique 5, le taux d'investissement est peu différent entre les deux pays (de l'ordre de 3,5 % en termes de part de PIB). Ainsi, l'écart des balances courantes entre la France et l'Allemagne (de l'ordre de 9 % en termes de part de PIB) s'explique, pour environ un tiers, par un écart de taux d'investissement, et pour environ deux tiers par un écart de taux d'épargne. L'écart des taux d'épargne s'explique presque entièrement par la différence de comportement d'épargne des entreprises et de l'État.

Graphique 5. Taux d'investissement



Source : OCDE.

Dans la partie qui suit, nous développons un modèle théorique qui relie la chute du coût salarial en Allemagne et ses performances à l'exportation relativement à la France.

2. Divergence des coûts salariaux et concurrence pour la demande mondiale : un modèle explicatif simple

2.1. Présentation du modèle

Un modèle macroéconomique simple permet de rendre compte des traits saillants de la dynamique intra-européenne, et tout particulièrement des évolutions des coûts salariaux unitaires de la France et de l'Allemagne et de leurs performances à l'exportation depuis deux décennies. La spécificité du modèle, relativement à la littérature académique existante, est de considérer un environnement à trois pays dont deux appartiennent à une union monétaire. Ce cadre d'analyse permet de capter l'idée selon laquelle les deux pays de l'union sont en concurrence pour répondre à la demande mondiale (émanant ici de la troisième zone, le « reste du monde »). Ainsi, un choc positif sur l'offre de travail dans l'un des pays de l'union peut conduire à un détournement de la demande mondiale néfaste pour l'autre pays de l'union. Cela ne peut pas se produire dans un modèle à deux pays, où une expansion de l'offre dans l'un des pays de l'union améliore les termes

de l'échange de l'autre pays, lui permettant ainsi d'atteindre des niveaux plus élevés de consommation et de bien-être. Nous présentons ici une version du modèle réduite à ses caractéristiques essentielles. Le modèle complet est développé dans Challe et Ragot (2018).

On considère un modèle d'équilibre général statique à trois pays : Une union monétaire composée de deux pays, F (la France) et G (l'Allemagne), interagit avec le reste du monde, noté R. Les pays F et G sont de taille équivalente et partagent une monnaie commune (l'euro), en offre exogène $2\overline{M}^{€}$, alors que le reste du monde utilise une autre monnaie, en offre exogène $\overline{M}^{R}$.

La structure de production et de demande est ici supposée prendre la forme simple suivante. Le pays R produit une quantité exogène de biens Y_R, mais ses ménages ne consomment que les biens produits par les pays F et G (qu'ils acquièrent en vendant les biens produits domestiquement aux ménages des pays F et G). Inversement, les ménages des pays F et G produisent un bien unique mais ne consomment que le bien produit par le pays R. Autrement dit, les biens produits dans la zone euro sont parfaitement substituables du point de vue du reste du monde, et aucun pays ne consomme les biens qu'il produit lui-même. Ces deux hypothèses, qui simplifient la résolution et l'exposition du modèle, sont relâchées dans Challe et Ragot (2018). La première hypothèse capture de manière extrême l'idée selon laquelle la France et l'Allemagne sont en concurrence pour répondre à la demande mondiale ; supposer que les deux pays produisent le même bien revient à dire que la substituabilité des biens qu'ils produisent est parfaite, ce qui correspond à la forme la plus forte de concurrence. L'hypothèse théorique d'une substituabilité élevée reflète la proximité industrielle importante entre la France et l'Allemagne, discutée ci-dessus. La seconde hypothèse, selon laquelle les pays ne consomment pas les biens qu'ils produisent, engendre des échanges internationaux tout en simplifiant considérablement le système de demandes croisées entre les trois pays[4].

Appelons Q le prix en euros des biens produits au sein de l'union monétaire, Q^R le prix en monnaie domestique des biens produits dans le pays R, et E le prix en euro de la monnaie étrangère (c'est-à-dire le

4. Le système de demande que nous considérons fait abstraction des interactions commerciales directes entre la France et l'Allemagne. Cela élimine par construction certains canaux de transmission des chocs de compétitivité (tel que l'effet de la baisse des salaires en Allemagne sur les importations en provenance de France).

taux de change à l'incertain pour les ménages de la zone euro). Ainsi, EQ^R est le prix en euro des biens étrangers, et $q = Q/EQ^R$ est le prix réel des biens de la zone euro du point de vue des ménages du reste du monde (autrement dit les termes de l'échange pour la zone euro). L'équilibre de la balance commerciale implique que la consommation de biens produits en zone euro par les ménages du reste du monde est égale à Y^R/q. On suppose que la demande d'encaisses réelles de la part des ménages du reste du monde est donnée par[5] :

$$M^R / Q^R = 1 \tag{1}$$

2.2. Comportements des entreprises et des ménages européens

Dans le pays i, $i = F, G$, l'entreprise représentative maximise son profit $QYi - W_iL_i$, avec W_i le salaire nominal, L_i la demande de travail et $Y_i = L_i^{1-\alpha}/(1-\alpha)$ la fonction de production. La condition de premier ordre associée à la demande optimale de travail donne :

$$L_i^d = \left(\frac{W_i}{Q}\right)^{-1/\alpha} = w_i^{-1/\alpha}, \tag{2}$$

avec $w_i = W_i/Q$ le coût salarial réel auquel fait face l'entreprise (le prix nominal des bien divisé par le salaire nominal).

Par ailleurs, le consommateur représentatif du pays i maximise la fonction d'utilité :

$$C_i - A_i \frac{L_i^{1+\frac{1}{\chi}}}{1+1/\chi} + \ln\left(\frac{M_i^{€}}{Q}\right),\ \chi, A_i > 0,$$

sous la contrainte budgétaire (nominale) :

$$EQ^R C_i + M_i^{€} = W_i L_i + \overline{M}^{€}$$

Dans ces expressions, χ est l'élasticité de l'offre de travail (au sens de Frish) et A_i un paramètre qui influence la désutilité marginale du travail dans le pays i. Ainsi, une baisse de A_i engendre un choc positif sur l'offre de travail dans le pays i (on étudie plus loin la propagation à l'économie mondiale d'un tel choc). $M_i^{€}$ est la demande d'euro du pays i, et on a supposé (sans perte de généralité) que les deux pays de la zone disposaient de la même quantité de monnaie $\overline{M}^{€}$. Enfin, on rappelle que, par hypothèse, les ménages européens ne consomment

5. Cette fonction de demande de monnaie découle naturellement de la maximisation d'une fonction d'utilité où la consommation entre linéairement et les encaisses réelles sous forme logarithmique.

que les biens produits dans le reste du monde ; c'est pourquoi le coût unitaire de ces biens, exprimé en euros, est de EQ^R.

Les choix optimaux du ménage représentatif du pays i sont résumés par deux fonctions, une fonction d'offre de travail et une fonction de demande d'encaisses réelles. L'offre de travail est donnée par :

$$L_i^o = \left(\frac{W_i}{A_i E Q^R}\right)^{\chi} = \left(\frac{q w_i}{A_i}\right)^{\chi} \tag{3}$$

Cette fonction s'explique simplement. À salaire réel donné, l'offre de travail est décroissante du paramètre de désutilité du travail A_i. Par ailleurs, l'offre de travail est influencée positivement par le salaire réel w_i ainsi que par les termes de l'échange q. L'influence des termes de l'échange vient du fait que les ménages européens consomment des biens du reste du monde. Plus les termes de l'échange sont favorables, plus le pouvoir d'achat réel du salaire est élevé, et plus il est intéressant de travailler.

La demande de monnaie réelle, pour sa part, est donnée par $M_i^{€} / EQ^R =$, soit

$$M_i^{€} / Q^R = 1 / q \tag{4}$$

2.3. Équilibre de long terme

On caractérise ici l'équilibre de long terme, où les salaires nominaux sont supposés parfaitement flexibles dans les deux pays de l'union. Tout d'abord, d'après les équations de demande d'encaisses réelles (1) et (4) et les deux conditions d'équilibre sur le marché de la monnaie $M^R = M^R$ et $M_F^{€} + M_G^{€} = 2M^{€}$, on voit que le taux de change nominal E est donné par le ratio des offres de monnaie :

$$E = \overline{M}^{€} / \overline{M}^R \tag{5}$$

Par ailleurs, d'après les équations (2) et (3), l'équilibre sur le marché du travail dans le pays i donne les niveaux de salaire réel et d'emploi suivants :

$$w_i = \frac{W_i}{Q} = \left(\frac{A_i}{q}\right)^{\frac{\alpha\chi}{1+\alpha\chi}} \text{ et } L_i = \left(\frac{q}{A_i}\right)^{\frac{\chi}{1+\alpha\chi}} \tag{6}$$

Ainsi, une moindre désutilité du travail qui en augmente l'offre se traduit, à l'équilibre, par une baisse du salaire réel et une augmentation de l'emploi. De la même manière, une amélioration des termes de l'échange qui encourage les ménages à travailler fait baisser le salaire réel et augmenter l'emploi.

Enfin, l'équilibre sur le marché des biens est tel que $Y_F + Y_G = C_R = Y_R/q$, avec $Y_i = L_i^{1-\alpha}/(1-\alpha)$, où L_i est donné par l'équation (6). On obtient ainsi la valeur d'équilibre des termes de l'échange q :

$$q = \left[\frac{Y_R/(1-\alpha)}{A_F^{-\frac{\chi(1-\alpha)}{1+\alpha\chi}} + A_G^{-\frac{\chi(1-\alpha)}{1+\alpha\chi}}}\right]^{\frac{1+\alpha\chi}{1+\chi}}$$

Les termes de l'échange reflètent la rareté relative des biens produits en zone euro et dans le reste du monde. Plus l'offre de biens en provenance du reste du monde est élevée, plus les termes de l'échange sont favorables aux ménages de la zone euro. Inversement, plus la production de la zone euro est élevée, plus les termes de l'échange sont défavorables. Dans l'économie considérée ici, la production de biens européens est endogène et dépend (négativement) de la désutilité du travail dans chacun des pays.

Compte tenu de la valeur d'équilibre de q, l'équilibre sur le marché monétaire donne le salaire nominal dans le pays i :

$$W_i = w_i Q = \left(\frac{A_i}{q}\right)^{\frac{\alpha\chi}{1+\alpha\chi}} q\overline{M}^{\epsilon} = A_i^{\frac{\alpha\chi}{1+\alpha\chi}} q^{\frac{1}{1+\alpha\chi}} \overline{M}^{\epsilon}$$

2.4. Équilibre de court terme avec rigidités salariales dans le pays F

On étudie maintenant l'effet sur l'économie mondiale d'un choc asymétrique sur le marché du travail (une hausse exogène de l'offre de travail dans le pays G) en présence de rigidités nominales de salaire elles-mêmes asymétriques (les salaires nominaux sont rigides à la baisse dans le pays F mais pas dans le pays G). Cette expérience théorique représente de manière stylisée les caractéristiques saillantes des marchés du travail en Allemagne et en France depuis deux décennies.

On suppose que l'économie mondiale est initialement à l'équilibre de parfaite flexibilité nominale décrit ci-dessus. À partir de cette situation, une baisse de A_G fait augmenter l'offre de travail dans le pays G. L'effet direct du choc est d'augmenter l'emploi dans ce pays, ce qui élève la production de biens européens et dégrade les termes de l'échange.

Tous les prix et les salaires sont flexibles, à l'exception du salaire nominal du pays F, qui est rigide à la baisse et supposé fixé à sa valeur d'avant le choc, qu'on note $\overline{W}_F$. Dans ce pays, les ménages ne sont donc plus sur leur courbe d'offre de travail à la suite du choc et

l'emploi est déterminé par la demande de travail qui prévaut au salaire nominal $\overline{W}_F$:

$$L_F^d = \left(\frac{\overline{W}_F}{Q}\right)^{-1/\alpha} = \left(\frac{\overline{W}_F}{q\overline{M}^{¤}}\right)^{-1/\alpha} \tag{7}$$

Ainsi, la production du pays F après le choc dans le pays G est donnée par :

$$Y_F = \frac{\left(L_F^d\right)^{1-\alpha}}{1-\alpha} = \frac{1}{1-\alpha}\left(\frac{\overline{W}_F}{q\overline{M}^{€}}\right)^{-\frac{1-\alpha}{\alpha}} \tag{8}$$

Ces deux équations font clairement apparaître que, à quantité de monnaie $\overline{M}^{€}$ donnée, la dégradation des termes de l'échange fait baisser la demande de travail des entreprises du pays F et donc la production dans ce pays. Il en est ainsi car la baisse de q fait baisser le prix de vente nominal des biens européens ($Q = q\overline{M}^{€}$, *cf.* équation (4)), ce qui élève le coût salarial réel des entreprises du pays F ($\overline{W}_F/Q$) et réduit leur incitation à produire. La diminution de la production domestique du pays F contribue à limiter (mais sans inverser) l'impact direct du choc initial sur les termes de l'échange. Le pays G, par contraste, bénéficie de salaires nominaux flexibles, ce qui implique que l'emploi y est toujours donné par l'équation (6) ci-dessus. La dégradation des termes de l'échange induite par le choc sur le marché du travail contribue à limiter cette dégradation (puisqu'elle décourage l'offre de travail), mais sans inverser l'effet direct du choc. Au total, la production du pays G augmente, celle du pays F diminue, la production totale de l'union monétaire augmente, et les termes de l'échange se dégradent.

La production du pays G est toujours donnée par l'équation (6). Il s'ensuit que les termes de l'échange satisfont dorénavant l'équation suivante :

$$q = \frac{Y_R}{Y_F + Y_G} = \frac{(1-\alpha)Y_R}{\left(q\overline{M}^{€}/\overline{W}_F\right)^{\frac{1-\alpha}{\alpha}} + (q/A_G)^{\frac{\chi(1-\alpha)}{1+\alpha\chi}}}$$

On peut représenter graphiquement l'effet du choc sur les marchés du travail dans les pays F et G comme suit. En utilisant le fait que $EQ^R = E\overline{M}^R = \overline{M}^{€}$, réécrivons les fonctions d'offre de travail (équation (3)) comme suit :

$$L_i^o = \left(\frac{W_i}{A_i\overline{M}^{€}}\right)^{\chi} = L_i^o(W_i/\overline{M}^{€}; A_i),\ i = F, G.$$

Dans le plan $(L,\ W/\overline{M}^{€})$, ces courbes sont croissantes et déplacées par A_i (une hausse de A_i déplace la courbe L_i^o vers la gauche).

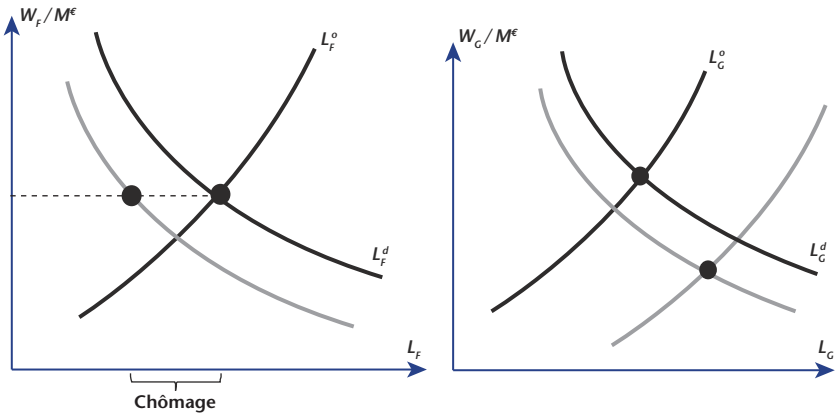
Suivant la même logique, réécrivons les fonctions de demande de travail (équation (2)) comme suit :

$$L_i^d = \left(\frac{W_i}{EQ^R}\frac{EQ^R}{Q}\right)^{-1/\alpha} = \left(\frac{W_i}{q\overline{M}^{€}}\right)^{-1/\alpha} = L_i^d(W_i/\overline{M}^{€};q),\ \ i = F, G.$$

Dans le même plan, ces courbes sont croissantes et déplacées par les mouvements de q (une hausse de q déplace L_i^d vers la droite).

La figure 6 représente les ajustements sur les deux marchés du travail. L'impact direct du choc (la baisse de A_G) est de déplacer la courbe L_G^o vers la droite. Comme il n'y a pas de rigidités nominales dans le pays G, le choc contribue à faire chuter $W_G/\overline{M}^{€}$ et augmenter L_G. Par ailleurs, on a montré plus haut que les termes de l'échange se dégradaient à la suite du choc. Cela provoque un déplacement de L_G^d vers la gauche, qui reflète l'effet dissuasif des termes de l'échange sur l'offre de travail. Ce déplacement de L_G^d contribue à amplifier la chute de $W_G/\overline{M}^{€}$ et à limiter la hausse de L_G. Dans ce pays F, la chute de q contracte la demande de travail, c'est-à-dire qu'elle déplace la courbe L_F^d vers la gauche. Comme A_F est constant par hypothèse, la courbe L_F^o ne se déplace pas. En raison des rigidités nominales de salaire, le choc se traduit par une forte contraction de L^d, à $W_F/\overline{M}^{€}$ inchangé.

Graphique 6. Choc positif d'offre de travail et chômage en zone euro



Source : auteurs.

On remarque qu'une politique monétaire expansionniste (une hausse de $M^{€}$) pourrait en principe corriger le déséquilibre sur le marché du travail dans le pays F. En effet, à q donné, une augmentation de la masse monétaire élève le prix nominal des biens européens $Q = qM^{€}$, ce qui abaisse le coût réel du travail pour les entreprises du pays $F (= W_F/Q)$. Cette baisse du coût du travail élève l'emploi et la production (*cf.* équations (7) et (8)). La hausse de la production engendre une dégradation des termes de l'échange (une baisse de q), mais qui n'inverse pas l'effet direct de la hausse de M sur Q. Cette politique économique semble donc être de nature à résoudre les divergences en termes de marché de l'emploi entre le pays F et le pays G.

Cependant, cette politique est inflationniste pour l'union monétaire, puisque l'indice des prix à la consommation y est ici donné par :

$$EQ^R = \frac{Q}{q} = \overline{M}^{€}$$

Intuitivement, une politique monétaire expansionniste dans l'union monétaire conduit à une dépréciation de sa monnaie (puisque $E = M^{€}/M^R$, laquelle renchérit le coût en monnaie domestique des biens étrangers ($= EQ^R$), que les ménages de l'union consomment. Il s'ensuit qu'une banque centrale commune aux pays de l'union et soucieuse de la stabilité des prix à la consommation pourra être réticente à adopter une politique suffisamment expansionniste pour résorber le chômage dans le pays F (d'autant que l'emploi et l'activité sont en expansion dans le pays G).

3. Conclusion

L'objet de cet article a été de montrer que les performances à l'exportation de l'Allemagne, qui expliquent la dynamique de sa balance commerciale, et par voie de conséquence de sa balance courante, sont au moins en partie le résultat différé (et non intentionnel) de la faiblesse des coûts salariaux unitaires allemands relativement à ceux de la moyenne de la zone euro, et tout particulièrement ceux de la France. Un modèle simple permet de rendre compte de ces évolutions, dès lors que celui-ci permet aux pays de la zone euros d'être en concurrence pour répondre à la demande mondiale (de sorte qu'une baisse du coût unitaire et des prix dans l'un des pays de la zone ne se traduit pas mécaniquement par un gain de pouvoir d'achat pour les autres pays de la zone).

On peut tirer deux enseignements de cette analyse. Tout d'abord, et comme nous l'avons vu, une politique monétaire expansionniste pourrait en principe réduire les divergences nominales entre les deux zones ; mais cette politique réduirait la consommation en Allemagne du fait de la concurrence pour répondre à la demande mondiale.

Une seconde piste de recommandation concerne la coordination des politiques salariales, qui permettrait de tenir compte des divergences de compétitivité entre les deux pays. Un ajustement asymétrique consisterait à réformer le marché du travail en France de manière à faire baisser les salaires nominaux. Mais ce type de politique est un substitut très imparfait à une hausse de l'inflation. En effet, si une baisse des salaires nominaux est associée à une politique monétaire peu accommodante (du fait de cycles asymétriques dans l'union monétaire, ou encore de la borne zéro sur le taux d'intérêt nominal), elle pourrait alimenter une spirale déflationniste qui élèverait le taux d'intérêt réel et conduirait à une contraction de la demande agrégée européenne. Par ailleurs, les effets sur les inégalités salariales de telles mesures sont complexes et demandent à être étudiés en détail. De manière plus générale, les politiques de réduction de l'inflation salariale en Allemagne sont de nature à freiner les ajustements intra-européens. Par exemple, la réduction accélérée de la dette publique allemande est désinflationniste en Allemagne (toutes choses égales par ailleurs), ce qui aggrave les écarts de coût unitaire nominal au sein de la zone euro. Une coordination des politiques budgétaires permettrait de faciliter la convergence, du fait de leur impact différencié sur les inflations nationales.

Références

Bas M., L. Fontagné, P. Martin et T. Mayer, 2015, « A la recherche des parts de marché perdues », *Note du CAE*, n° 23.

Burda M. C. et S. Seele, 2016, « No role for the Hartz Rreforms? Demand and supply factors in the German labor larket, 1993-2014 », *SFB 649 Discussion Paper*, 010.

Busl C. et A. Seymen, 2013, « The German labour market reforms in a European context: A DSGE Analysis », *ZEW Discussion Paper*, n° 13-097.

Challe E. et X. Ragot, 2018, « Asymmetric labor-market shocks and competition for world demand in a monetary union », *Working Paper*.

Dao M. C., 2013a, « Foreign labor cost and domestic unemployment: What are the spillovers », *Journal of International Economics*, n° 89, pp. 154-171.

Dao M. C., 2013b, « International spillovers of labour market policies », *Oxford Economic Papers*, vol. 65, n° 2, pp. 417, 446.

Ducoudré B., X. Timbeau, S. Villemot, 2018, « Taux de change d'équilibre et ampleur des désajustements internes à la zone euro », *Revue de l'OFCE*, mai, n° 155.

Dustmann C., 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.

Karabarbounis K. et B. Neiman, 2014, « Capital depreciation and labor shares around the world: Measurement and implications », *Working Paper*.

Kollmann R., R. Marco, R. Werner, J. in't Veld et L. Vogel, 2014, « What drives the German current account and how does it affects European Union member states », *CEPR Discussion Paper,* 9933, avril.

Krugman P. R., 1991a, *Geography and Trade*, Leuven University Press, Leuven.

Le Moigne M. et X. Ragot, 2015, « France et Allemagne : une histoire du désajustement européen », *Revue de l'OFCE*, 142, pp. 177-231.

L'AVENIR DE L'EURO

Paul De Grauwe
London School of Economics
Yuemei Ji
University College London

Nous identifions trois problèmes structurels au sein de la zone euro. Premièrement, il y a un manque d'instruments pour corriger les divergences de compétitivité. Ceci a pour effet d'introduire un biais déflationniste dans le système.

Deuxièmement, les marchés des titres souverains dans la zone euro sont fragiles, ce qui en temps de crise entraîne des mouvements de capitaux déstabilisateurs. Cette fragilité provient du fait que les gouvernements des pays membres de l'Union monétaire émettent leurs dettes dans une devise sur laquelle ils n'ont aucun contrôle. Ceci peut induire des crises de liquidités auto-réalisatrices.

Troisièmement, il y a un cercle vicieux entre les obligations souveraines et les banques, ce qui signifie que les risques des banques deviennent des risques souverains et vice versa.

La résolution de ces problèmes ne peut se faire que par le biais d'une plus grande union politique et budgétaire. L'union budgétaire implique une consolidation des dettes publiques nationales en une dette publique de la zone euro, et un budget commun qui a la capacité de stabiliser les mouvements conjoncturels au niveau de la zone euro. Tout cela n'est possible que dans le contexte d'une union politique.

Partant du constat que la volonté de progresser dans l'unification politique et budgétaire est faible, nous sommes obligés de conclure que, sans cette volonté, la fragilité de la zone euro ne disparaîtra pas. L'avenir de l'euro n'est donc pas garanti.

Mots clés : zone euro, divergences de compétitivité, crise de liquidité, union politique et budgétaire, zones monétaires optimales.

Même si la reprise économique actuelle incite à l'optimisme quant à l'avenir de la zone, la question de l'avenir de la monnaie unique reste malheureusement à l'ordre du jour. En effet, cette conjoncture favorable masque de profonds déséquilibres structurels. Dès lors, comment peut-on s'assurer que la zone euro survivra ? C'est la question que nous abordons ici.

Pour y répondre, il est important de partir des erreurs de conception de la zone euro telles qu'elles ont été identifiées par les économistes (pour une analyse des différents points de vue des économistes, voir notamment Baldwin et Giavazzi, 2015). Nous nous intéresserons plus particulièrement à trois erreurs de conception, ce qui nous permettra ensuite de discuter des solutions possibles afin d'envisager sereinement l'avenir de l'euro.

1. Les erreurs de conceptions

1.1. La zone euro n'est pas une zone monétaire optimale

L'union monétaire européenne ne dispose pas de mécanismes capables de faire face à des évolutions économiques divergentes entre pays, ce que les économistes appellent les chocs asymétriques. Ces évolutions divergentes entraînent souvent des déséquilibres importants des balances courantes, certains pays accumulant des déficits extérieurs tandis que d'autres enregistrent des surplus.

Certains mécanismes visant à corriger ces déséquilibres, comme les « dévaluations internes », sont très coûteux en termes de croissance et d'emploi, donnant lieu à des bouleversements sociaux et politiques. Ces dévaluations visent à faire baisser les salaires et les prix afin de regagner de la « compétitivité ».

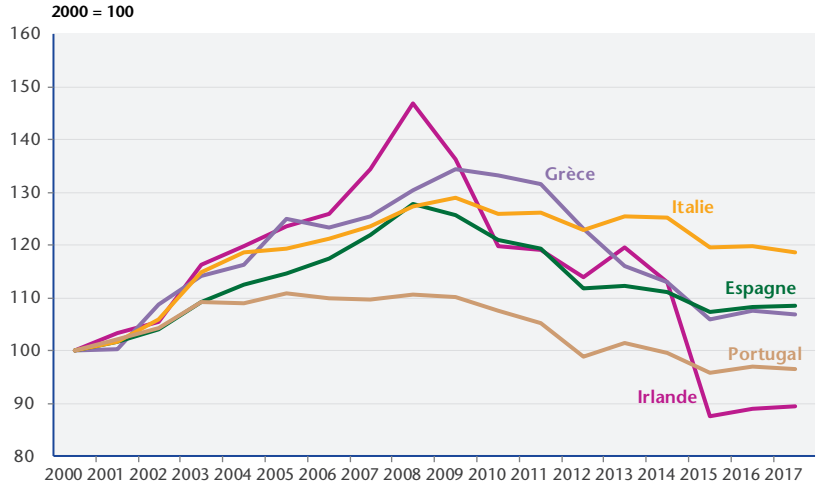
À l'évidence, les pays confrontés à de tels déséquilibres qui disposent de leur propre monnaie peuvent dévaluer ou réévaluer leur monnaie.

Dans une union monétaire, les pays confrontés à des déficits extérieurs vont être contraints d'intensifier les politiques de réduction des dépenses, ce qui entraîne inévitablement une augmentation du chômage et des difficultés considérables pour des millions de personnes.

Ce problème a été reconnu par les économistes à l'origine de la théorie des zones monétaires optimales (Mundell, 1961 ; McKinnon, 1963 ; Kenen, 1969).

Les graphiques 1 et 2 illustrent ces déséquilibres. Le graphique 1 montre l'évolution des coûts salariaux unitaires relatifs dans les pays périphériques. Avant 2008, ces pays ont connu une réduction massive de leur compétitivité (augmentation des coûts salariaux unitaires relatifs). Puis, pour gérer les effets de la crise, les pays périphériques ont mis en place des dévaluations internes de grande ampleur. Les forces déflationnistes ont alors œuvré, provoquant une profonde récession et une augmentation du chômage.

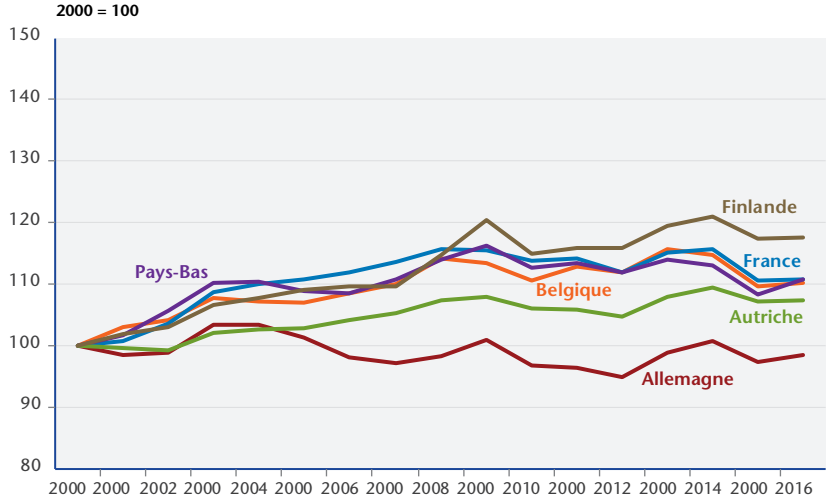
Graphique 1. Coûts salariaux unitaires relatifs dans les pays en périphérie de la zone euro



Source : European Commission, AMECO.

Le graphique 2 montre, à l'inverse, que les pays du centre n'ont pas perdu en compétitivité dans les années d'avant-crise. Après 2008, ils n'ont pas non plus pratiqué des politiques de réévaluation interne au sein de leurs économies. En conséquence, l'ensemble des coûts d'ajustement a été supporté par les pays de la périphérie, c'est-à-dire les pays en déficit extérieur.

Graphique 2. Coûts salariaux unitaires relatifs dans les pays du centre de la zone euro



Source : European Commission, AMECO.

1.2. La fragilité des dettes souveraines dans la zone euro

Comme le souligne De Grauwe (2011), la fragilité de la zone euro provient du fait que les pays membres de l'union monétaire émettent des titres de créance dans une devise sur laquelle ils n'ont aucun contrôle. En conséquence, les gouvernements de ces pays ne peuvent plus garantir que des liquidités seront toujours disponibles pour rembourser la dette publique. Cette absence de garantie fournie par les gouvernements de la zone euro peut à son tour déclencher des crises de liquidité auto-réalisatrices (un arrêt brutal) pouvant dégénérer en problèmes de solvabilité. Dans ce cas, la sortie massive des liquidités des pays confrontés à des difficultés va empêcher leurs gouvernements de refinancer la dette à un taux d'intérêt raisonnable.

Cette dynamique peut entraîner les pays vers un mauvais équilibre, caractérisé par des taux d'intérêt croissants qui déclenchent des mesures d'austérité excessives, ce qui conduit à une spirale déflationniste qui aggrave la crise budgétaire (De Grauwe, 2011 ; De Grauwe et Ji, 2012). C'est exactement ce qui s'est passé pendant la crise de la dette souveraine en 2010-2012. Cet épisode a également montré à quel point les marchés obligataires gouvernementaux dans une union monétaire peuvent devenir instables en l'absence d'un filet de sécurité fourni par une banque centrale.

1.3. Le cercle vicieux entre risque souverain et secteur bancaire

L'absence d'un filet de sécurité pour les dettes souveraines dans une union monétaire crée également la possibilité de générer un cercle vicieux entre le risque souverain et le secteur bancaire. Lorsque les taux souverains sont entraînés vers un mauvais équilibre du fait de perte de confiance auto-réalisatrice sur les marchés financiers, il devient très probable que les banques nationales connaîtront des problèmes de solvabilité. La raison en est que les banques nationales sont les principaux détenteurs des obligations souveraines. Lorsque la valeur de celles-ci chute, les banques nationales subissent des pertes qui peuvent les conduire à l'insolvabilité. Un cercle vicieux est enclenché lorsque la crise de la dette souveraine engendre une crise bancaire. La causalité inverse est cependant possible comme l'a montré la crise irlandaise : dans ce cas, une crise bancaire interne oblige le gouvernement à intervenir pour sauver le système bancaire. Cela nécessite généralement que le gouvernement s'endette davantage, créant ainsi un risque d'insolvabilité.

2. Refonte de la zone euro

2.1. Comment gérer le problème de non optimalité de la zone euro ?

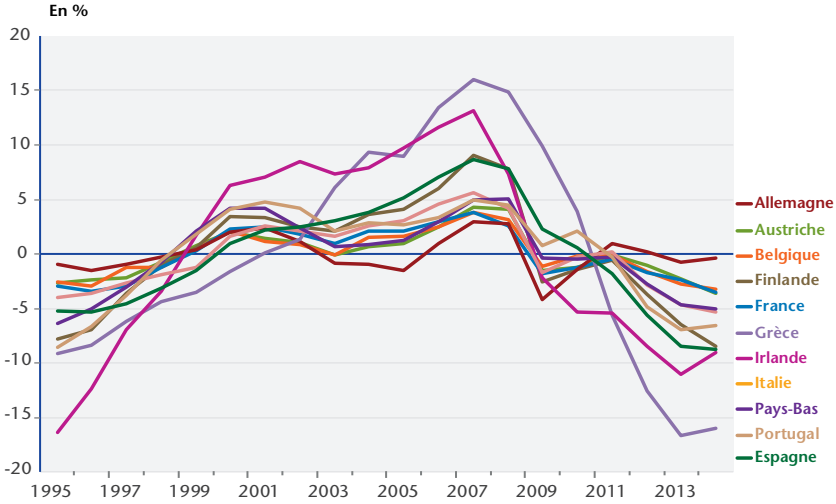
La réponse usuelle tirée de la théorie des zones monétaires optimales est que les pays membres d'une union monétaire doivent procéder à des réformes structurelles afin de rendre leurs marchés du travail et des produits plus flexibles. En augmentant la flexibilité des marchés grâce aux réformes structurelles, les coûts de l'ajustement aux chocs asymétriques peuvent être réduits et la zone euro pourrait ainsi devenir une zone monétaire optimale. Cette idée, très influente, a conduit les pays de la zone euro à mettre en place des réformes structurelles.

On oublie souvent que, même si les arguments théoriques en faveur de la flexibilité sont forts, en pratique, les effets de la flexibilité sont rudes. Cela signifie des réductions de salaires, des allocations de chômage moins élevées, des salaires minimums plus bas, des licenciements plus faciles. Les personnes touchées par les réformes structurelles risquent de se tourner vers les partis politiques qui promettent un autre moyen de régler le problème, y compris la solution consistant à sortir de la zone euro. D'un point de vue économique, la flexibilité est la solution. Mais, d'un point de vue social et politique, la flexibilité peut

devenir un problème. Prôner la flexibilité comme solution aux problèmes risque d'accroître le nombre d'opposants à l'union monétaire, ce qui, avec le temps, conduira à un élan politique en faveur d'une sortie de l'union.

Une deuxième raison doit nous inciter à considérer les réformes structurelles avec prudence : la nature des chocs asymétriques que nous avons observée a été très différente des chocs asymétriques analysés dans la littérature des zones monétaires optimales. En fait, les cycles économiques dans la zone euro sont relativement bien synchronisés, comme le montre le graphique 3. La plupart des pays de la zone euro ont connu une période d'expansion de 2000 à 2007 puis, en 2008, ils sont entrés dans une phase de récession puis de ralentissement. Là où il y a asymétrie, c'est dans l'amplitude d'un même cycle. Certains pays (Irlande, Espagne, Grèce) ont connu une très forte expansion et, par la suite, une récession profonde et prolongée. D'autres pays (Belgique, Allemagne, France, Italie, Pays-Bas) ont connu une période de croissance beaucoup plus modérée, suivie d'une récession moins intense. L'Allemagne se distingue avec des hauts et des bas dont l'amplitude est la plus faible.

Graphique 3. Composante cyclique du PIB



Note : La composante cyclique est obtenue en appliquant un filtre HP (coefficient 1600) au taux de croissance du PIB.
Source : Eurostat.

En résumé, s'il existe une asymétrie dans les mouvements du cycle en zone euro, c'est dans *l'amplitude* du cycle. Cette asymétrie a conduit

les pays du groupe connaissant les plus fortes amplitudes cycliques à être très durement touchés par la récession, entraînant une explosion de leur dette publique. C'est à ce moment que le second problème de la zone euro s'est matérialisé. Les marchés ont singularisé ces pays, entraînant des sorties massives de capitaux du groupe de pays à forte amplitude vers celui à faible amplitude cyclique. Au final, l'ensemble de la zone euro a été déstabilisé. Ce type de problème risque de surgir chaque fois que la zone euro entre en récession car certains pays seront plus touchés que d'autres. En conséquence, d'importants flux de capitaux internes risquent de déstabiliser davantage le système.

Les implications de ces différences dans l'amplitude cyclique en termes de gouvernance de la zone euro sont que les efforts de stabilisation du cycle économique devraient être renforcés relativement aux efforts déployés pour imposer des réformes structurelles. Cela ne veut pas dire que les réformes structurelles sont inutiles, mais plutôt que les efforts visant à créer des mécanismes stabilisant les cycles économiques de la zone euro devraient être renforcés.

Lissage inter-pays versus inter-temporel

De nombreuses propositions ont été faites pour créer un espace fiscal au niveau de la zone euro sous la forme d'un système commun d'assurance chômage (voir par exemple le rapport Four Presidents (2012), Enderlein *et al.* (2012), Beblavy *et al.* (2015), Alcidi et Thirion (2015), Aparisi et Ragot (2017)).

L'analyse précédente suggère que les régimes communs d'assurance-chômage devraient mettre l'accent sur un lissage « au fil du temps » et moins sur le lissage « entre pays ». Cela peut être réalisé en permettant au régime commun d'assurance chômage d'accumuler des déficits à certaines périodes et des excédents à d'autres. La règle fiscale qui pourrait être imposée est que le régime d'assurance s'équilibre sur le cycle économique.

Les efforts nationaux de stabilisation ne fonctionnent pas et introduisent un élément d'instabilité dans une union monétaire, principalement parce que les pays les plus touchés par les chocs conjoncturels ne vont pas pouvoir se stabiliser en union monétaire. Ainsi, lorsque les chocs récessionnistes dominent, il serait nécessaire de suivre une approche commune pour stabiliser les cycles économiques. Une union budgétaire peut fournir cela. En centralisant une partie des budgets nationaux dans un budget commun géré par une autorité

politique commune, les différentes augmentations des déficits budgétaires résultant d'une récession (commune) se traduisent par un déficit budgétaire au niveau de l'union. En conséquence, les flux de liquidités déstabilisants entre les pays disparaissent et l'autorité budgétaire commune peut permettre aux stabilisateurs automatiques du budget de jouer leur rôle dans le lissage du cycle économique. En fait, parce qu'un budget commun génère également des transferts implicites entre pays, les pays qui connaissent la récession la plus profonde profiteront surtout des effets de stabilisateurs automatiques du budget commun. En conséquence, un budget commun constitue le moyen le plus efficace de stabiliser le cycle économique.

La discussion précédente montre qu'il existe une interaction entre ce que nous avons appelé le problème de non optimalité de la zone euro et le problème de sa fragilité. C'est parce que les marchés des obligations d'État manquent de filet de sécurité que la zone euro devient instable pendant les récessions. Cela rend impossible l'utilisation des stabilisateurs automatiques au niveau national, obligeant l'union monétaire à assurer une stabilisation au niveau de l'union. Ainsi, la fragilité de la zone euro implique que la stabilisation ne peut être réalisée exclusivement au niveau national et qu'un outil de stabilisation commun devient nécessaire.

2.2. Comment traiter le problème de la fragilité ?

Considérons maintenant les solutions à apporter au second problème de la zone euro, à savoir sa fragilité.La BCE a un rôle central à jouer ici. En promettant de fournir un soutien illimité sur les marchés des obligations d'État en temps de crise, il est possible de mettre un terme aux crises de liquidité susceptibles d'apparaître chaque fois que la zone euro connaîtra une récession, c'est-à-dire les crises de liquidité qui entraînent d'importantes sorties de capitaux d'un pays à l'autre dans la même union monétaire.

La BCE avait identifié ce problème lorsqu'elle a lancé, en 2012, son programme d'opérations monétaires sur titres ou OMT (en anglais, *Outright Monetary Transactions*). Cela a certainement contribué à pacifier les marchés financiers à ce moment-là et d'éviter l'effondrement de la zone euro.

Il est donc nécessaire de savoir si le programme d'OMT est crédible dans le cadre d'une utilisation future. Le problème de crédibilité provient du fait que, lors d'une utilisation du programme d'OMT, la

BCE devra décider si la crise à laquelle elle est confrontée est due à un problème de liquidité ou de solvabilité. Si elle pense qu'il s'agit d'un problème de liquidité, elle devrait intervenir. Mais si elle pense qu'il s'agit d'un problème de solvabilité, elle ne devrait pas. Dans ce dernier cas, les gouvernements devront décider s'ils soutiennent ou non le gouvernement en difficulté.

Cela crée des problèmes politiques importants que la BCE ne peut pas assumer. Il est généralement très difficile de déterminer si le problème est dû à un manque de liquidités ou à une insolvabilité. Cette difficulté rend difficile l'intervention de la BCE sans créer de controverse. Lors de la crise grecque de 2015, la BCE a décidé que le problème de la Grèce était lié à l'insolvabilité de son État. Elle a par conséquent refusé de soutenir le marché des obligations grecques, ce qui a précipité la crise et provoqué des conflits politiques intenses dans la zone euro.

Sommes-nous certains de la volonté de la BCE de fournir des liquidités aux États lors des prochaines crises. La crédibilité de l'OMT est limitée : il ne s'agit pas d'un mécanisme d'assurance infaillible qui stabilisera les marchés lors des prochaines crises.

Ce problème n'existe pas dans les pays ayant une autonomie monétaire. L'engagement de la banque centrale à soutenir le prix des titres souverains en période de crise est inconditionnel. Par conséquent, sa crédibilité est de 100 %. Cela a cependant un prix, car cela implique que cet engagement réduise la crédibilité de la banque centrale à stabiliser les prix.

Le seul moyen de résoudre le manque de crédibilité de la BCE en tant que prêteur en dernier ressort sur le marché des obligations d'État consiste à créer une union budgétaire, consistant à consolider une partie importante de la dette nationale en une dette de la zone euro. Cet objectif pourrait être atteint par l'émission d'euro-obligations bénéficiant d'une co-responsabilité des gouvernements émetteurs (voir Delpla et von Weizsäcker, 2010 ; De Grauwe et Moesen, 2010). Une telle consolidation imite la relation existante entre la banque centrale et le gouvernement dans un pays autonome. Cela rend la crédibilité du soutien à la liquidité de l'État souverain étanche et élimine les flux de capitaux déstabilisants au sein de l'union. Il est évident qu'une telle consolidation ne peut avoir lieu que si elle est intégrée dans une union politique, caractérisée par un gouvernement central qui a le pouvoir de taxer et de dépenser.

2.3. Vers une union bancaire

Afin de mettre un terme au cercle vicieux entre le risque souverain et le secteur bancaire domestique, il est désormais généralement admis qu'il est nécessaire de créer une union bancaire dans la zone euro. Cela permettra de résoudre les crises bancaires au niveau de l'union, d'isoler le risque souverain des conséquences des crises bancaires et aussi d'éliminer le lien inverse entre risque souverain et secteur bancaire.

En juin 2012, un premier pas vers la création d'une union bancaire a été réalisé. Il a ainsi été décidé de créer un superviseur commun pour les (grandes) banques de la zone euro.

Ce qui manque encore à l'heure actuelle, c'est un cadre de résolution commune effectif, c'est-à-dire un système permettant de résoudre une crise bancaire au niveau de la zone euro. Des progrès ont été réalisés dans la mise en place d'un mécanisme de résolution unique (MRS) en zone euro. Fin 2013, un accord a été conclu pour la création d'un fonds de résolution de 55 milliards d'euros. Cet accord a été critiqué pour son insuffisance. En outre, sa gouvernance est si complexe qu'elle soulève des questions sur son efficacité en temps de crise. Le mécanisme de résolution commune créé en 2013 semble ainsi peu à même de faire face aux futures crises bancaires.

En conclusion, nous sommes encore loin d'une union bancaire complète. Une telle union bancaire comporte trois volets : une supervision commune, une résolution commune et une assurance-dépôts commune. Le premier volet est une réalité ; le second est partiellement réalisé ; le troisième est complètement absent. En conséquence, la zone euro n'est toujours pas préparée à faire face à une crise bancaire majeure.

3. Conclusion

Nous avons identifié les moyens d'éliminer la fragilité de la zone euro, afin de lui permettre de survivre. Mais ces conditions sont politiquement très intrusives, nécessitant un transfert de souveraineté très important des États-nations à une autorité centrale de la zone euro. La seule conclusion possible est que cela est politiquement impossible aujourd'hui.

L'histoire nous apprend que ce que l'on considère comme politiquement impossible à un moment donné peut rapidement devenir possible lorsque les conditions deviennent extrêmes. Néanmoins, une

union politique telle que celle que nous avons énoncée semble aujourd'hui hors de portée pour la plupart d'entre nous.

Il y a deux réactions possibles à cette situation. L'une est de désespérer et de conclure qu'il serait préférable de dissoudre l'union monétaire. « Cela ne marchera jamais de toute façon ». L'autre réaction est de dire « Oui, ce sera très difficile, et les chances de succès sont minces, mais essayons quand même ». C'est la position que nous adoptons.

Si l'on adopte cette attitude, on en arrive rapidement à conclure que le succès ne peut être obtenu que par une stratégie de petites étapes. Une approche révolutionnaire ne fonctionnera tout simplement pas.

Quelles sont ces petites étapes ?

Nous en voyons essentiellement deux. L'une consiste à créer un espace budgétaire au niveau de la zone euro. Un exemple est un régime commun d'assurance chômage qui fournirait une assurance à la composante cyclique du chômage (afin de minimiser les problèmes d'aléa moral). Ce régime d'assurance devrait s'équilibrer sur le cycle économique.

Une autre petite étape consiste à mettre en place un programme limité de consolidation de la dette. De façon à résoudre les problèmes d'aléa moral que cela pose, la meilleure solution consiste à introduire un élément de coassurance. Cela peut être fait en limitant l'émission commune des obligations d'État à un pourcentage donné du PIB, par exemple 60 %. Toute émission au-delà de cette limite ne peut être le fait que de chaque gouvernement (voir Delpla et von Weizsäcker, 2010, De Grauwe et Moesen, 2009).

Ce sont de petites étapes. Cependant, même ces petites étapes se heurtent à une forte hostilité et seront difficiles à mettre en œuvre. Il faudra pourtant prendre ces mesures si nous voulons éviter la future désintégration de la zone euro.

Nous sommes obligés de conclure que, sans la volonté de progresser dans l'unification politique et budgétaire, la fragilité de la zone euro ne disparaîtra pas. L'avenir de l'euro n'est pas garanti.

Références

Alcidi C. et G. Thirion, 2015, *Feasibility et Added Value of a European Unemployment Benefit Scheme*, Interim Report, CEPS, Bruxelles.

Apparisi de L. Lannoy et X. Ragot, 2017, « Une (ré)assurance chômage européenne », *OFCE Policy brief*, n° 28, novembre.

Baldwin R. et F. Giavazzi, 2015, The Eurozone crisis: A consensus view of the causes et a few possible solutions, *VoxEU*, septembre, http://www.voxeu.org/article/eurozone-crisis-consensus-view-causes-and-few-possible-solutions

Beblavy M., G. Marconi et I. Maselli, 2015, *European Unemployment Benefits Scheme: The Rationale and the Challenges Ahead*, CEPS Special Report, Centre for European Policy Studies, septembre.

De Grauwe P. et W. Moesen, 2009, « Gains for All: A Proposal for a Common Eurobond », *Intereconomics*, mai/juin.

De Grauwe, P., 2011, « The Governance of a Fragile Eurozone », *CEPS Working Documents*, *Economic Policy*, mai, http://www.ceps.eu/book/governance-fragile-eurozone

De Grauwe P. et Y. Ji, 2015, « Has the Eurozone Become Less Fragile? Some Empirical Tests », *Journal of Policy Modeling*, vol. 37, n° 3, pp. 404-414.

De Grauwe P. et Y. Ji,, 2015b, *Flexibility versus stability. As difficult tradeoff in the Eurozone*, mimeo.

Delpla J. et J. von Weizsäcker, 2010, « the Blue Bond Proposal », *Bruegel Policy Brief*, mai.

Enderlein H. *et al*., 2012, « Completing the Euro. A road map towards fiscal union in Europe », *Report of the Tomaso Padoa-Schioppa Group*, Notre Europe, juin.

European Commission, 2017a, Banking Union, https:// ec.europa.eu/info/business-economy-euro/bankingand-finance/banking-union_en.

Four President Report, 2012, « Toward a genuine economic and monetary union », https://www.consilium.europa.eu/media/33785/131201.pdf

Hammond G. et J. von Hagen, 1993, « Regional Insurance agains Asymmetric Shocks: An Empirical Study », *discussion paper*, University of Mannheim.

Mélitz J. et S. Vori, 1993, « National Insurance Against Unevenly Distibuted Shocks in a European Monetary Union », *Recherches Economiques de Louvain,* n° 59, pp.1-2.

Rebooting Consensus Authors, 2015, http://www.voxeu.org/article/ez-crisis-consensus-narrative

Sapir A., 2015, « Architecture reform for an heterogeneous EMU: National vs. European institutions », Paper presented at the Conference organized by the Bank of Portugal, *Adjustment in European Economies in the Wake of the Economic Crisis*, Lisbonne, 9 mai.

Van Rompuy H. in close collaboration with Barroso J. M., Juncker J. C., Draghi M., 2012, *Towards a Genuine Economic and Monetary Union*, European Council, 5 décembre, Final Report.

Partie II

QUELLE POLITIQUE MONÉTAIRE EUROPÉENNE FACE À L'INSTABILITÉ FINANCIÈRE ?

Où en sommes-nous des bulles de prix d'actifs en zone euro ? **185**
Christophe Blot, Paul Hubert et Rémi Odry

Normalisation de la politique monétaire de la Banque centrale européenne : vers quel(s) objectif(s) ? **207**
Christophe Blot, Jérôme Creel, Paul Hubert

L'Union bancaire face au défi des prêts non performants **227**
Céline Antonin, Sandrine Levasseur, Vincent Touzé

Vers un nouveau rôle des banques en zone euro **253**
Marcello Messori

Comment achever l'union bancaire ? **267**
Nicolas Véron

OÙ EN SOMMES-NOUS DES BULLES DE PRIX D'ACTIFS EN ZONE EURO ?

Christophe Blot
Sciences Po, OFCE ; Université Paris Nanterre – EconomiX
Paul Hubert
Sciences Po, OFCE
Rémi Odry
Université Paris Nanterre – EconomiX

Cet article propose de calculer des indicateurs de bulles boursières et immobilières pour la zone euro dans son ensemble et pour ses quatre plus grands pays : Allemagne, France, Italie et Espagne. Sur la base de la méthode proposée par Blot, Hubert et Labondance (2018), nous estimons des composantes bulles issues des différents modèles utilisés dans la littérature et construisons un indicateur synthétique par prix d'actifs. Nos estimations permettent clairement d'identifier la bulle internet des années 2000 ainsi que la surévaluation des indices boursiers en 2007. Les marchés immobiliers des quatre pays de la zone présentent cependant des caractéristiques plus hétérogènes. Sur la période récente, les indicateurs suggèrent que la zone euro est caractérisée par une surévaluation sur les marchés actions et immobiliers ; la surévaluation boursière étant cependant très faible et de bien moindre ampleur que celle observée en fin d'année 2007. La bulle immobilière reflète en réalité la situation du marché immobilier allemand puisqu'aucune bulle positive n'est identifiée pour les trois autres pays de la zone euro. La corrélation des indicateurs de bulle sur les marchés boursiers est bien plus importante. Ces indicateurs permettent d'évaluer les risques d'instabilités financières dans la zone euro, ce qui constitue une information essentielle pour la politique économique qui vise à maintenir la stabilité financière. Néanmoins se pose la question de l'instrument le plus approprié pour freiner le développement de ces bulles et du mode de coordination de la politique de stabilité financière dans une union monétaire décentralisée. D'une part, l'efficacité d'une stratégie de politique monétaire de « leaning against the wind » n'est pas garantie ; d'autre part, la politique monétaire de la BCE n'est probablement pas un outil approprié pour influencer des bulles hétérogènes entre les pays comme c'est le cas pour le marché immobilier. Il y a donc un rôle important pour la mise en œuvre d'une politique macroprudentielle, en particulier pour limiter les bulles sur les marchés immobiliers des pays de la zone euro.

Mots clés : bulles, distorsions de prix, marchés boursiers, marchés immobiliers.

La crise financière de 2008 a largement remis les questions de stabilité financière au centre des débats de politique économique. De nombreuses analyses indiquent en effet non seulement que les crises financières (crises bancaires, crises de change ou krachs boursiers) sont plus fréquentes[1] et surtout leur coût est élevé à la fois en termes de finances publiques et d'activité[2]. La stabilité financière doit donc être un objectif pour les décideurs. Néanmoins, la stabilité financière est un concept polymorphe qui est délicat à définir[3]. En corollaire se pose la question de la mesure de la stabilité et donc de ou des politiques qui permettent d'atteindre cet objectif. Parmi les multiples sources d'instabilité, les bulles de prix d'actifs jouent sans aucun doute un rôle important dans la mesure où une mauvaise valorisation du prix des actifs peut conduire à une allocation non optimale des investissements. De nombreuses crises financières sont liées à l'émergence de bulles spéculatives suivies par un krach. Enfin, la dynamique des bulles peut altérer l'efficacité de la politique monétaire, donc la transmission dépend en partie du prix des actifs. L'objectif de cet article est alors de construire un indicateur de bulles pour la zone euro ainsi que pour les 4 grands pays de la zone euro (Allemagne, France, Italie et Espagne) afin d'évaluer les risques pour la stabilité financière sur la période récente. Cette analyse est essentielle pour la mise en œuvre des politiques monétaire et prudentielle.

Les bulles de prix d'actifs ont donc fait l'objet de nombreuses recherches à la fois sur le plan historique, théorique et empirique. De fait, toute hausse – même importante – du prix d'un actif ne peut être considérée comme une bulle. Il est donc essentiel de distinguer les évolutions du prix reflétant la valeur fondamentale et celle liée à l'émergence et au développement d'une bulle. Cependant, ni la composante bulle ni la valeur fondamentale ne sont observables. Elles doivent donc être inférées à partir d'une modélisation empirique. Or, il n'existe aujourd'hui aucune méthode, faisant consensus, permettant d'identifier la valeur fondamentale et par conséquent les bulles. Cette situation reflète la diversité des cadres théoriques représentant l'émergence et le développement des bulles[4]. Si les premiers modèles de bulle à la

1. Voir Claessens et Klose (2013) et Bordo *et al.* (2001) pour une analyse sur longue période.
2. Voir Claessens, Kose et Terrones (2009), Laeven et Valencia (2012) et Jorda, Schularick et Taylor (2015).
3. Voir Allen et Wood (2006) et Borio et Drehmann (2009).
4. Voir Brunnermeier et Oehmke (2013) pour une revue de littérature.

Blanchard et Watson (1982) montrent que l'existence de bulle est compatible avec l'hypothèse d'anticipations rationnelles et d'information parfaite, des travaux plus récents expliquent la formation et le développement des bulles dans un cadre avec frictions informationnelles (Abreu et Brunnermeier, 2003). La mise en évidence d'importants biais cognitifs conduit également à remettre en cause l'hypothèse de rationalité de l'ensemble des investisseurs, ce qui en retour influence la dynamique des prix d'actifs et favorise le développement de bulles spéculatives. Cette diversité des cadres théoriques pose de fait la question du modèle empirique approprié pour identifier les bulles.

Dans cet article, nous appliquons la méthode proposée par Blot, Hubert et Labondance (2018) qui consiste à estimer des composantes bulles issues de différents modèles et de construire un indicateur fondé sur une analyse en composantes principales de ces composantes. L'absence de consensus théorique et empirique conduit à adopter une démarche qui suppose que chaque modèle délivre une information pertinente sur la bulle. Nous envisageons trois approches empiriques qui permettent d'identifier des bulles. La première est issue d'un modèle structurel où la bulle est définie comme l'écart du prix de l'actif à une valeur reflétant les flux de revenus anticipés actualisés. Une deuxième composante est issue d'une spécification économétrique représentant la meilleure estimation du prix en tenant compte de l'ensemble de l'information macroéconomique, monétaire et financière pertinente. De nombreux travaux définissent des booms ou des bulles à partir de filtre statistique[5]. La composante bulle ne dépend donc pas d'autres variables pertinentes mais uniquement de la déviation du prix relativement à une tendance statistique.

Les bulles sont calculées pour la période allant de mars 2000 à mars 2018 pour le marché boursier et le marché immobilier. Notre estimation suggère que la zone euro serait aujourd'hui caractérisée par une surévaluation sur ces deux marchés ; la surévaluation boursière étant cependant très faible et de bien moindre ampleur que celle observée en fin d'année 2007. La bulle immobilière reflète en réalité la situation du marché immobilier allemand puisqu'aucune bulle positive n'est

5. Voir par exemple Bordo et Wheelock (2007), Goodhart et Hofmann (2008), ou Jordà, Schularick et Taylor (2015). En pratique, tous ces articles n'utilisent pas systématiquement le terme de bulle mais désignent aussi ces « écarts » par les termes « distorsions de prix », « booms et bust », « désajustement du prix » ou « sur ou sous-évaluation ». Nous supposons ici que l'ensemble de ces termes peuvent être utilisés de manière interchangeable mais utilisons uniquement le terme de « bulle ».

identifiée pour les trois autres pays de la zone euro. La capacité à identifier des bulles en quasi-temps réel est un préalable essentiel au débat de politique économique sur les instruments permettant de garantir la stabilité financière. Si les politiques prudentielles et notamment les macro-prudentielles ont pour vocation de mettre en œuvre des outils permettant d'assurer la surveillance du système financier dans son ensemble, la littérature suggère également un rôle pour la politique monétaire *via* une stratégie dite de « leaning against the wind »[6], débat qui s'est amplifié avec la mise en œuvre de politiques monétaires non conventionnelles. Après avoir exposé la méthode d'identification des bulles (section 1) et décrit la situation pour la zone euro dans son ensemble (section 2) et les quatre pays de la zone euro (section 3), nous discutons des implications en termes de politique économique dans une dernière section.

1. Méthodologie

1.1. Identification des bulles

Le prix d'un actif (P_t) peut s'écrire comme la somme d'une valeur fondamentale (VF_t) et d'une composante bulle (B_t). Cependant, aucune de ses composantes n'est observable si bien qu'il est nécessaire d'en identifier une – généralement la valeur fondamentale – sous certaines hypothèses et d'en déduire l'autre, généralement la composante bulle. L'histoire financière témoigne de la récurrence des épisodes d'exubérance des marchés aboutissant au développement de bulles sur toutes les classes d'actifs financiers mais aussi non financiers puisque l'un des premiers épisodes de bulle ayant été documenté est celui du prix des bulbes de tulipes en Hollande au XVIIe siècle[7]. Pour autant, il n'existe pas de consensus sur la représentation théorique des bulles et donc sur les hypothèses nécessaires permettant de les identifier[8]. Selon Brunnermeier (2008) : « Les bulles sont généralement associées à des augmentations spectaculaires du prix des actifs suivis par un effondrement. Les bulles apparaissent si le prix dépasse la valeur des fondamentaux de l'actif ». De même Fama (2014) définit une bulle

6. Voir White (2009) pour un débat sur ce point particulier de l'attitude des banques centrales face aux bulles de prix d'actif.
7. Voir Kindlerberger (1978) et Shiller (2015) pour des analyses narratives des nombreux épisodes d'euphorie spéculative.
8. Voir Scherbina (2013), Brunnermeier et Oehmke (2013) et Martin et Ventura (2017) pour des revues de littérature récente.

comme « une augmentation importante et irrationnelle des prix qui implique une forte baisse prévisible »[9]. Ainsi, la bulle serait soit principalement caractérisée par une déviation à la valeur fondamentale du prix d'actif, soit par une augmentation importante, « excessive », du prix. Dans un cas, l'accent est mis sur le fondamental alors que dans l'autre il s'agit essentiellement de la dynamique du prix.

Nous proposons d'identifier les bulles au sein de la zone euro à partir d'une démarche agnostique qui s'appuie sur les différentes caractéristiques des bulles. Notre approche combine trois méthodes d'identification des bulles. Dans la première, la composante bulle est définie comme la déviation à la valeur du fondamental calculée à partir d'un modèle de flux de cash-flows actualisés (ou flux de revenus actualisés). Il s'agit de l'approche dite « structurelle ». La deuxième méthode suppose que l'on peut identifier la valeur fondamentale non pas uniquement à partir des revenus anticipés mais d'un ensemble d'informations. Autrement, il s'agit de déterminer quelle est la meilleure approximation de la valeur fondamentale de l'actif étant donné un ensemble de variables économiques, monétaires et financières. Cette deuxième approche est qualifiée d'« économétrique ». Enfin, la troisième méthode, dite « statistique », consiste à identifier les écarts excessifs à la tendance estimée à partir d'un filtre statistique[10]. La valeur fondamentale, ici la tendance, reste identifiée, mais dépend uniquement seulement de la dynamique du prix. La bulle correspond alors à une déviation excessive du prix relativement à cette tendance. Bien que ces différentes méthodes ne fassent pas consensus, nous faisons l'hypothèse qu'elles captent chacune une information pertinente sur les bulles de prix d'actif.

1.1.1. Les différents modèles de bulle

Sous les hypothèses d'anticipations rationnelles et d'information parfaite, et en considérant les agents comme neutres à l'égard du risque, la valeur du fondamental d'un actif peut s'écrire comme la somme actualisée des flux de revenus anticipés :

$$VF_t = \sum_{i=1}^{\infty} \left(\frac{1}{1+\rho}\right)^i E_t(D_{t+i}) \qquad (1)$$

9. Blanchard et Watson (1982) montrent cependant que l'hypothèse d'une bulle est compatible avec la rationalité et est de fait une solution particulière de l'équation de détermination du prix d'un actif.
10. Voir Jorda, Schularick et Taylor (2013, 2015) pour des applications récentes.

Pour les marchés boursier et immobilier, les cash-flows (D_t) sont (respectivement) les dividendes et les loyers, et (ρ) correspond au facteur d'actualisation, mesuré par le taux d'intérêt de long terme. L'équation (1) est la solution de l'équation de détermination du prix d'actif lorsque la condition de transversalité est satisfaite. On a alors : $P_t = F_t$. Toutefois, la relation (1) est une solution particulière et une solution avec bulle ($B_t > 0$), compatible avec l'hypothèse d'anticipations rationnelles, existe. Dans ce cas, la composante bulle évolue de la façon suivante :

$$E_t\,(B_{t+1}) = (1 + \rho)\,B_t \tag{2}$$

Sous l'hypothèse que le cash-flow et le taux d'escompte sont constants, la valeur fondamentale *VF* s'écrit :

$$VF_t = \frac{D}{\rho} \tag{3}$$

Partant de l'équation (3), il est possible d'identifier la valeur fondamentale puisque le cash-flow – dividende ou loyer – et le taux d'escompte, mesuré par le taux d'intérêt de long terme, sont observés. À cette fin, nous estimons une équation reliant le prix de l'actif aux paiements actuels, au facteur d'actualisation. L'estimation (3) est cependant modifiée afin d'intégrer une prime de risque qui varient dans le temps soit[11] :

$$P_t = \underbrace{\alpha_0 + \alpha_1 . D_t + \alpha_2 . \rho_t + \alpha_3 \phi_t}_{VF} + \epsilon_t^{OLS} \tag{4}$$

où P_t est le prix réel d'un actif donné (boursier ou immobilier) exprimé en logarithme, D_t le paiement associé à cet actif (dividende ou loyer réel), ρ_t le facteur d'actualisation (variable dans le temps et mesuré par les taux d'intérêt souverain de long-terme) et ϕ_t un proxy de la prime de risque mesurée par l'indice VIX. Le résidu ϵ_t^{OLS} de l'équation (4), estimée par la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO), représente la déviation du prix de l'actif à son fondamental, purgé de la prime de risque. Cette approche dite « structurelle » suppose que la valeur du fondamental dépend des flux de revenus, de l'appétence des investisseurs pour le risque et du facteur d'actualisation (voir Diba et Grossma, 1988). L'estimation de l'équation (4) pour la zone euro agrégée explique respectivement 20 % et 45 % de la variance du prix des actions et des prix immobiliers.

11. L'intégration de cette prime de risque permet de tenir compte des variations de l'aversion au risque des agents et du canal du risque de la politique monétaire.

La valeur fondamentale peut cependant être mieux décrite en tenant compte d'un ensemble d'information plus large. Autrement dit, l'individu qui souhaite déterminer le prix d'un actif ne tient pas uniquement compte de l'observation des dividendes mais de toute l'information disponible. Cette deuxième approche dite « économétrique » repose sur l'estimation d'une équation où le prix de l'actif dépend de variables macroéconomiques et financières. Nous estimons l'équation suivante qui permet d'obtenir la meilleure prévision dans l'échantillon (*in-sample)* du prix d'un actif donné conditionnelle à un ensemble d'informations :

$$P_t = \underbrace{\beta_0 + \beta(L).P_t + \beta_1.M_t + \beta_2.F_t}_{VF} + v_t^{OLS} \tag{5}$$

Où M_t et F_t sont des vecteurs de variables macroéconomiques (loyers et dividendes, production industrielle, PIB, revenu disponible réel, inflation, indice de confiance et prix du pétrole) et financières (taux d'intérêt réel de long-terme, crédit agrégé et agrégat monétaire, d'autres prix d'actifs et l'indicateur VIX). Les valeurs retardées des variables endogènes ainsi que trois retards pour chaque variable exogène sont également inclus dans l'estimation. Le résidu obtenu est alors corrigé des fondamentaux macroéconomiques et financiers. Comme pour la relation (4), v_t^{OLS} représente la déviation du prix à sa valeur fondamentale. L'estimation de l'équation (5) pour la zone euro agrégée explique 99 % de la variance du prix des actions et des prix immobiliers.

Les propriétés statistiques des résidus $\boldsymbol{\epsilon}_t^{OLS}$ et v_t^{OLS} permettent de mieux cerner la nature des déviations estimées par les équations (4) et (5). Si le résidu était normalement distribué, il reflèterait des déviations au fondamental de faible ampleur et de courte durée. Les bulles ainsi identifiées s'apparenteraient plutôt à de simples anomalies sur les marchés financiers. Des tests sur les résidus indiquent que les résidus de l'équation (4) ($\boldsymbol{\epsilon}_t^{OLS}$) sont autocorrélés et non gaussiens tandis que ceux de l'équation (5) (v_t^{OLS}) ne sont pas autocorrélés et sont gaussiens. Autrement, $\boldsymbol{\epsilon}_t^{OLS}$ semble capter des déviations persistantes aux fondamentaux qui peuvent directement s'interpréter comme une bulle tandis que (v_t^{OLS}) représente plutôt une anomalie de marché[12]. Néanmoins la dynamique cumulative de ces déviations pourrait faire

12. La présence potentielle d'hétéroscédasticité et sa correction ne modifie pas la valeur des coefficients estimés, mais uniquement leur erreur standard. Le résidu – utilisé comme composante des indicateurs de bulle – est donc identique avec ou sans correction de l'hétéroscédasticité.

ressortir des anomalies persistantes et donc capter une bulle. C'est pourquoi nous calculons la somme des résidus sur une fenêtre glissante de 36 mois afin de déterminer la déviation cumulée du prix d'un actif donné à son fondamental sur une période donnée. Chaque déviation individuellement peut être faible et non-pertinente, mais des écarts successifs positifs ou négatifs peuvent indiquer des déviations persistantes et donc une bulle.

La dernière approche dite « statistique » définit une bulle comme une déviation importante du prix relativement à une tendance. Une grande partie de la littérature utilise des filtres statistiques pour décomposer le prix des actifs entre une tendance et une composante cycle correspondant à la bulle. Goodhart et Hofmann (2008) définissent les périodes de boom comme une déviation persistante depuis une tendance de plus de 5 % et qui dure au moins 12 mois, Detken et Smets (2004) utilisent eux un seuil de 10 %. Alessi et Detken (2011) et Bordo et Jeanne (2002) définissent respectivement un boom comme un écart à la tendance d'au moins 1,75 et 1,3 écart-type. Pour Bordo et Landon-Lane (2013), un boom se produit si une augmentation de 5 % des prix immobiliers (10 % pour les prix boursiers) est suivie par une correction de 25% dans les deux ans qui suivent. Jorda *et al.* (2013, 2015) identifient les bulles lorsque l'augmentation du prix d'un actif donné s'écarte de plus d'un écart-type de sa tendance et qu'elle est suivie d'une correction d'au minimum 15 % sur une période de 3 ans. De même, nous identifions une déviation significative – supérieure ou inférieur – du prix d'un actif lorsque celui-ci s'écarte de plus d'un écart-type d'une tendance obtenue par un filtre Christiano-Fitzgerald (CF)[13]. La bulle est alors mesurée par une variable indicatrice qui prend la valeur « 1 » (« -1 ») pour une déviation positive (négative) significative et « 0 » autrement. Ainsi, 87 % des données se trouvent à l'intérieur de ces bandes.

1.1.2. Analyse en composantes principales

Les trois modèles ci-dessus permettent d'isoler trois composantes bulles. Comme il n'y a pas de consensus sur le modèle le plus approprié, nous adoptons une approche « agnostique » qui permet de capter la composante commune de ces trois méthodes. Nous faisons une analyse en composantes principales (*Principal Component Analysis*,

13. Le filtre est spécifié afin de capter les cycles compris dans une fenêtre de 15 mois à 144 mois.

PCA) pour résumer l'information contenue dans les résidus ϵ_t^{OLS}, la somme des résidus v_t^{OLS} sur fenêtre glissante et le modèle « statistique » dans un indicateur unique qui maximise la variance commune des séries individuelles de bulles. En plus de réduire l'information à une seule série unique, un autre avantage du PCA est d'enlever l'évolution de chaque série propre au modèle utilisé et de fournir ainsi une mesure robuste de la composante bulle des prix d'actifs. Ce choix méthodologique permet d'extraire de l'information de chacun des modèles, ce qui suppose qu'ils reflètent, au moins partiellement, les caractéristiques d'une bulle. Si l'un des modèles est « faux » et les deux autres « vrais », la méthode d'analyse en composantes principales permet d'écarter le modèle erroné, dont l'évolution serait idiosyncratique, afin d'extraire la variance commune aux deux modèles pertinents. La part de la variance expliquée par le premier facteur est de 52 % pour les actions et 49 % pour l'immobilier dans le cas de la zone euro. Pour les pays individuellement, elle est comprise entre 46 et 58 % pour les actions et entre 44 et 49 % pour les prix immobiliers.

1.2. Données

Nous estimons 3 modèles pour deux prix d'actifs : boursier et immobilier. Les données sont disponibles de mars 2000 à mars 2018. Toutes les données que nous utilisons proviennent de Thomson Reuters Datastream et chaque prix d'actif est déflaté par l'indice des prix à la consommation[14].

Pour le premier modèle, la valeur fondamentale est fonction des paiements (dividendes pour les cours et loyers pour les prix immobiliers), du facteur d'actualisation (le taux d'intérêt de long-terme) et de l'indice VIX qui permet de prendre en compte les variations de l'aversion au risque des agents sur les marchés. Les dividendes payés par les entreprises et les loyers reçus par les ménages, ainsi que le PIB sont disponibles à une fréquence trimestrielle. Ces données sont interpolées de façon linéaire.

Dans le deuxième modèle, sont ajoutées les variables macroéconomiques et financières suivantes : le revenu disponible réel, l'inflation, le PIB réel, la production industrielle, le prix du pétrole exprimé en termes réels, les indices de confiance des consommateurs et des industries fournis par la Banque centrale européenne, le VIX, la masse monétaire

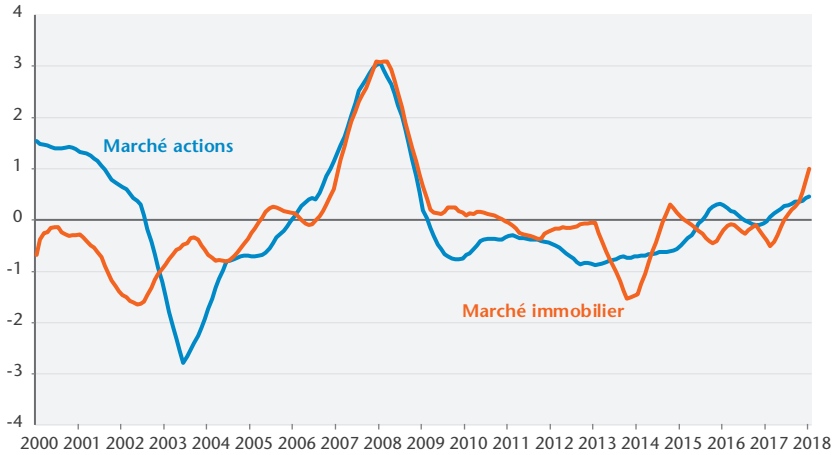
14. Voir tableau A en Annexe pour plus d'information sur les données utilisées ainsi que leur source.

(M3) exprimée en termes réels, le rendement obligataire de référence au sein de la zone euro et le crédit agrégé (crédits accordés au sein de la zone euro) exprimé en termes réels.

2. Les indicateurs de bulles au niveau zone euro agrégée

La méthodologie décrite ci-dessus est d'abord appliquée pour identifier des bulles sur le marché des actions et le marché immobilier pour la zone euro dans son ensemble. Une valeur positive de l'indicateur révèle la présence d'une bulle. La construction de l'indicateur est symétrique si bien qu'il permet de capter également les périodes de sous-évaluation – ou bulle négative – des prix d'actifs. Par ailleurs, il faut préciser que l'indicateur calculé ne peut s'interpréter comme un pourcentage de sur- ou sous-évaluation puisqu'il est construit comme la somme pondérée (les poids étant estimés selon la covariance entre les séries) des trois composantes bulles centrée-réduites. L'indicateur estimé s'interprète donc en termes d'écart-type de déviation aux fondamentaux du prix de l'actif concerné.

Graphique 1. Indicateurs de bulle

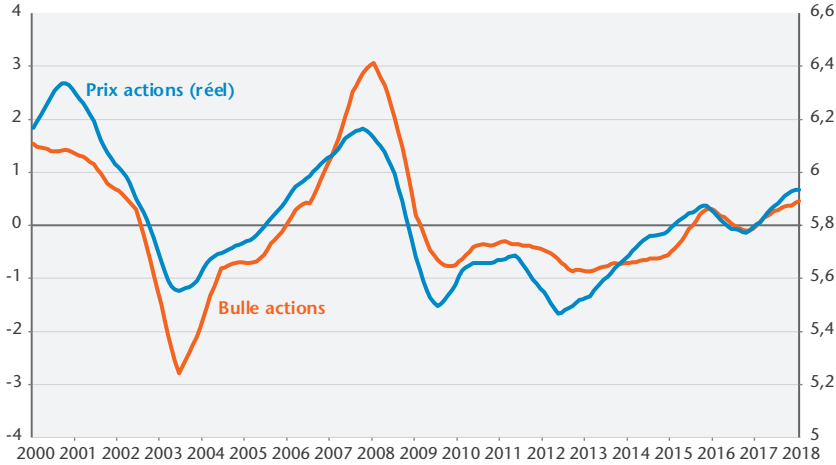


Note : analyse en composantes principales des 3 modèles de bulle pour chaque actif sur données zone euro agrégées. Les indicateurs de bulles sont lissés par une moyenne mobile sur 12 mois.
Sources : données ECB, Datastream.

Pour un actif donné, la comparaison entre le niveau actuel de l'indicateur et les précédents pics ou creux historiques permet de juger de l'ampleur relative de la bulle. Pour la zone euro, il ressort que les deux

actifs sont, en début d'année 2018, caractérisés par une surévaluation (graphique 1). Dans les deux cas, la taille de la bulle serait inférieure aux pics observés en fin d'année 2007 et qui avaient été suivis par un fort ajustement s'accompagnant d'une crise financière et d'une récession. Sur le marché boursier, la taille de la bulle serait légèrement inférieure à celle observée au début des années 2000 contrairement à ce que l'on peut observer pour les États-Unis où la bulle internet aurait été beaucoup plus importante que celle de 2007[15]. Par ailleurs, la bulle sur le prix des actions est positive depuis la fin de l'année 2016 alors que l'indice boursier a progressé de façon quasi continue depuis l'été 2012 (graphique 2). Les bulles boursières sont positivement corrélées à la dynamique du prix, mais toute augmentation du prix de l'actif ne doit pas être interprétée comme le signe de la présence d'une bulle. Notre analyse suggère que l'augmentation des cours boursiers observées depuis 2012 fut d'abord en lien avec une évolution favorable des fondamentaux et c'est qu'à partir de la fin 2016 que cette évolution traduirait une bulle.

Graphique 2. Comparaison prix des actions et bulle actions

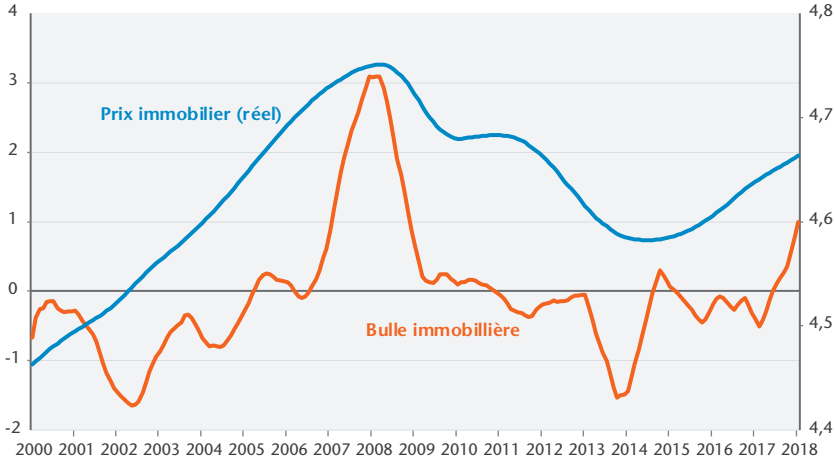


Note : analyse en composantes principales des 3 modèles de bulle pour chaque actif sur données zone euro agrégées. Les indicateurs de bulle et de prix sont lissés par une moyenne mobile sur 12 mois.
Sources : données ECB, Datastream.

15. Voir le graphique 13 dans OFCE (2018).

Sur le marché immobilier de la zone euro, la bulle n'est positive que depuis octobre 2016 alors que comme pour l'indice boursier, les prix immobiliers dans la zone euro ont progressé depuis 2014 (graphique 3). Notre indicateur permet également de mettre en évidence l'existence d'une bulle immobilière dans la zone euro entre juillet 2006 et juillet 2008 avec un pic pendant l'été 2007. Le pic de la bulle a également coïncidé avec le prix observé sur les prix immobiliers.

Graphique 3. Comparaison prix immobilier et bulle immobilière



Note : analyse en composantes principales des 3 modèles de bulle pour chaque actif sur données zone euro agrégées. Les indicateurs de bulle et de prix sont lissés par une moyenne mobile sur 12 mois.
Sources : données ECB, Datastream.

Les indicateurs de bulle suggèrent donc que la zone euro serait caractérisée par un nouvel épisode de bulle depuis la fin de l'année 2016, après l'épisode de bulle observé en 2007 et dont l'éclatement avait largement contribué à la récession de 2008-2009. Si la taille des bulles immobilières et surtout boursières est bien moindre qu'en 2007, il n'en demeure pas moins que l'évolution récente des prix d'actifs dans la zone euro nécessite une vigilance accrue de la part des autorités prudentielles et monétaires.

3. Les indicateurs de bulles désagrégés par pays

La méthodologie décrite ci-dessus est appliquée pour identifier des bulles sur le marché des actions et le marché immobilier pour la zone euro dans son ensemble (partie précédente) mais aussi pour les quatre

plus grands pays de la zone euro individuellement : l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne. Cette distinction est importante car elle permet de rendre compte des éventuelles hétérogénéités au sein de la zone euro. En effet, il est possible qu'un biais d'agrégation masque les déséquilibres internes de telle sorte que l'absence de bulle au niveau agrégé ne signifie pas qu'il n'y a pas de bulle dans les pays. Cette hétérogénéité a aussi des incidences du point de vue des mesures de politique économique qui peuvent être mises en œuvre pour lutter contre l'instabilité financière dont les bulles en sont un symptôme.

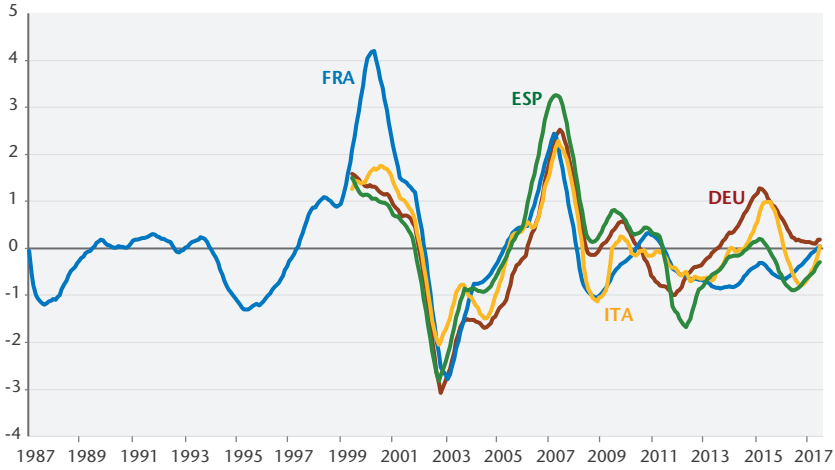
Tableau 1. Corrélation des bulles actions

Corrélation	DEU	FRA	ITA	ESP
DEU	1	0,68	0,78	0,78
FRA		1	0,74	0,68
ITA			1	0,71
ESP				1

Source : auteurs.

Sur les marchés boursiers, on note une forte corrélation entre les épisodes de sous- ou sur-évaluation : le creux de 2002-2003 et le pic de 2006-2007 sont communs à tous les pays (graphique 4). Le tableau 1

Graphique 4. Indicateurs de bulles actions dans les quatre grands pays de la zone euro



Note : analyse en composantes principales des 3 modèles de bulle pour chaque actif sur données zone euro agrégées. Les indicateurs de bulle et de prix sont lissés par une moyenne mobile sur 12 mois.
Sources : données ECB, Datastream.

confirme cette impression visuelle et montre ainsi que la corrélation entre ces bulles actions est comprise entre 68 % et 78 % selon les paires de pays. Sur la période plus récente, on note une légère tendance vers une sur-évaluation mais le phénomène reste très limité. Le marché boursier espagnol est toujours en territoire négatif par rapport à ses fondamentaux. Le marché boursier italien est celui qui montre la dynamique la plus forte en passant du marché le plus sous-évalué en septembre 2016 à celui le plus sur-évalué en mars 2018.

Sur les marchés immobiliers, la corrélation entre les sous- ou sur-évaluation des prix est bien moins forte. On note un point bas pour l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne en 2013, mais pas pour la France. Pour le reste, aucune dynamique commune claire n'émerge (graphique 5). Le tableau 2 confirme cette impression avec des coefficients de corrélation dispersés et compris entre -0,40 (entre la France et l'Allemagne) et 0,54 (entre la France et l'Espagne). L'indicateur permet de capter une bulle immobilière entre 2005 et 2008 pour la France et sur la période 2003-2007 en Espagne. L'atonie des prix immobiliers en Allemagne semblait au contraire plutôt en phase avec l'évolution des fondamentaux pendant les années 2000 puisque l'indicateur de bulle est resté proche de 0 jusqu'en 2012 où il est devenu négatif suggérant une sous-évaluation des prix.

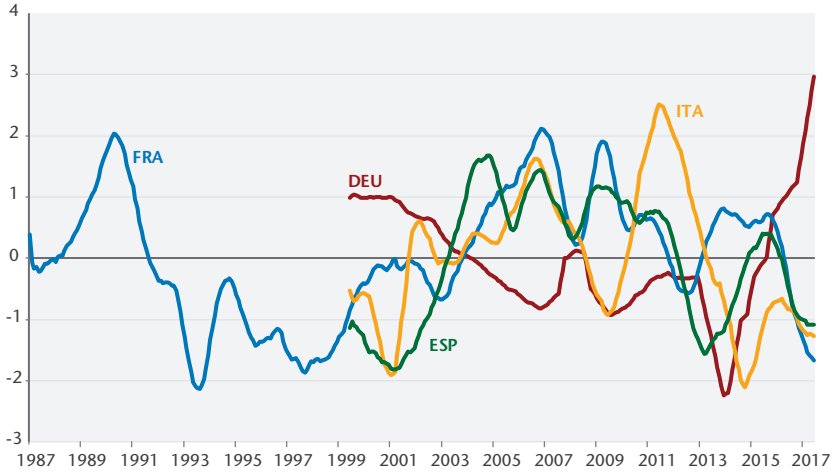
Tableau 2. Corrélation des bulles immobilières

Corrélation	DEU	FRA	ITA	ESP
DEU	1	-0,40	-0,12	0,02
FRA		1	0,41	0,54
ITA			1	0,36
ESP				1

Source : auteurs.

Concernant la dynamique la plus récente, on note une dichotomie forte au sein des quatre grands pays de la zone euro : le marché immobilier allemand paraît extrêmement surévalué par rapport à ses fondamentaux tandis que les marchés immobiliers des trois autres pays, France, Italie, Espagne, sont sous-évalués. Les dynamiques sont elles aussi opposées : les mouvements de sur-évaluation en Allemagne et de sous-évaluation dans les trois autres pays sont en train de se creuser, pas de se résorber.

Graphique 5. Indicateurs de bulles immobilières dans les quatre grands pays de la zone euro



Note : analyse en composantes principales des 3 modèles de bulle pour chaque actif sur données zone euro agrégées. Les indicateurs de bulle et de prix sont lissés par une moyenne mobile sur 12 mois.
Sources : données ECB, Datastream.

Il est important de noter que le niveau de sur-évaluation en Allemagne est historique. Il est 1,5 fois plus élevé que le précédent pic qui datait du début 2008. À l'inverse, le niveau de sous-évaluation par rapport aux fondamentaux en France est le plus bas de la période considérée, entre 2000 et 2018.

4. Quel rôle pour la politique monétaire de la BCE ?

Les indicateurs calculés pour la zone euro, l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne permettent d'évaluer les risques d'instabilité financière dans la zone euro. Même si toutes les bulles ne sont pas systématiquement suivies d'un krach et d'une crise, ces indicateurs proposent une information importante pour la politique économique. Néanmoins se pose la question de l'instrument le plus approprié pour freiner le développement de ces bulles. Si le rôle de la régulation financière est précisément de garantir la stabilité financière, il y a également un débat sur la capacité de la politique monétaire à freiner l'émergence des bulles dans le cadre d'une politique dite de « leaning against the wind ». Néanmoins, pour qu'une telle politique soit pertinente, il faut non seulement que la politique monétaire exerce un effet sur les bulles

(Rudebusch, 2005) mais aussi que ce type de politique ne produise pas d'effets déstabilisants.

La question du lien entre politique monétaire et sur- ou sous-évaluation des prix d'actifs a été largement abordée sur le plan empirique. Ainsi, Taylor (2009) affirme que la bulle immobilière aux États-Unis dans les années 2000 a été largement alimentée par la politique de taux bas pratiquée par la Réserve fédérale au début des années 2000. Del Negro et Otrok (2007), Dokko *et al.* (2011) et Kuttner (2012) contestent cependant l'argumentation et leur analyse suggère que la dynamique du marché du logement n'aurait pas été fortement modifiée si les taux d'intérêt avaient suivi la règle de Taylor. Galí (2014) et Galí et Gambetti (2015) montrent même qu'une politique monétaire restrictive peut avoir un effet inflationniste sur les bulles d'actions. À l'aide d'une analyse non-linéaire, Blot, Hubert et Labondance (2018) suggèrent que l'effet de la politique monétaire sur les bulles est différent selon que l'on considère des chocs expansionnistes ou restrictifs de politique monétaire. Par ailleurs, leurs estimations indiquent qu'un durcissement de la politique monétaire ne permettrait pas de réduire la taille des bulles. Par contre, une politique de taux bas contribuerait à accroître la taille de la bulle. Ainsi, l'instrument de politique monétaire ne serait pas forcément approprié pour dégonfler la bulle observée actuellement sur le marché immobilier dans la zone euro, même si la politique de taux bas pratiqué par la BCE depuis 2009 pourrait avoir contribué à son émergence. Pour autant, cette analyse pourrait être nuancée en tenant compte d'un effet indirect de la politique monétaire *via* le crédit. Allen et Gale (2000, 2004) suggèrent qu'une politique monétaire expansionniste alimenterait les bulles *via* la dynamique du crédit.

Par ailleurs, un débat sur l'avantage coût-bénéfice d'une politique de « leaning against the wind » oppose Borio et Lowe (2002), Cecchetti *et al.* (2003), Woodford (2012) et Adrian et Liang (2016) qui sont favorables à une modification de la conduite de la politique monétaire en fonction des risques que les prix d'actif font peser sur la stabilité financière. Bernanke et Gertler (1999, 2001) suggèrent une approche – qualifiée de « *cleaning afterward* » – qui consiste à intervenir uniquement lorsque les bulles éclatent et seulement si cet éclatement a une incidence sur la stabilité macroéconomique. Plus récemment, Svensson (2017a et 2017b) montre que le bénéfice net de la stratégie « *leaning against the wind* » est négatif car il entraîne un

taux de chômage plus élevé pour les périodes de crise et de non-crise. Il privilégie de fait le recours aux politiques macroprudentielles.

Enfin, la politique monétaire de la BCE est commune, ce qui n'en fait pas nécessairement l'instrument le plus approprié pour lutter contre des bulles locales. Nos résultats montrent qu'il y a une forte corrélation entre les bulles sur le marché actions. Dans ces conditions et sous réserve d'une transmission de la politique monétaire homogène à tous les pays et de l'efficacité de la stratégie stratégie « *leaning against the wind* », la politique monétaire peut être utilisée à des fins de stabilité financière. Inversement, nos résultats suggèrent une forte hétérogénéité entre les bulles domestiques sur le marché immobilier. Ainsi, sur la période récente, l'indicateur calculé pour la zone euro reflète principalement le développement d'une bulle en Allemagne, bulle qui n'est pas corrélée avec l'évolution des indicateurs des autres principaux pays de la zone euro. Dans ce cas, une politique monétaire commune ne permettra pas de corriger des bulles hétérogènes. Une régulation au niveau national, *via* des mesures appropriées de politique macroprudentielle semble une voie plus pertinente pour lutter contre des évolutions idiosyncratiques. À l'échelle de la zone euro, une meilleure prise en compte de l'objectif de stabilité financière nécessite donc une coopération étroite entre les instances nationales en charge de la mise en œuvre de la politique macroprudentielle et une coopération avec la politique monétaire. En effet, l'identification d'une bulle propre à un pays de la zone euro pourrait conduire l'autorité nationale en charge de la politique macroprudentielle à prendre des mesures visant à restreindre le crédit immobilier, mesures qui pourraient de fait contrecarrer l'effet de la politique monétaire commune.

Références

Abreu D. et M. Brunnermeier, 2003, « Bubbles and Crashes », *Econometrica*, vol. 7, n° 1, pp. 173-204.

Adrian T. et N. Liang, 2016, « Monetary Policy, Financial Conditions, and Financial Stability », *Staff Report,* n° 690, Federal Reserve Bank of New York.

Alessi L. et C. Detken, 2011, « Quasi-real Time Early Warning Indicators for Asset Price Boom/Bust Cycles: A Role for Global Liquidity », *European Journal of Political Economy*, n° 27, pp. 520-533.

Allen F. et D. Gale, 2000, « Bubbles and Crises », *Economic Journal*, vol. 110, n° 460, pp. 236-255.

Allen F. et D. Gale, 2004, « Asset Price Bubbles and Monetary Policy », in *Global Governance and Financial Crises*, dirigé par M. Desai et Y. Said, pp. 19-42.

Allen W. A. et G. Wood, 2006, « Defining and Achieving Financial Stability », *Journal of Financial Stability*, vol. 2, n° 2, pp. 152-172.

Bernanke B. et M. Gertler, 1999, « Monetary Policy and Asset Price Volatility », *Jackson Hole Conference*, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 77-128.

Bernanke B. et M. Gertler, 2001, « Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices? », *American Economic Review*, vol. 91, n° 2, pp. 253-257.

Bernanke B. et K. Kuttner, 2005, « What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy? », *The Journal of Finance*, vol. 60, n° 3, pp. 1221-1257.

Blanchard O. et M. Watson, 1982, « Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets », in P. Wachtel (ed.), *Crisis in the Economic and Financial Structure*, Lexington, Lexington (MA).

Blot C., P. Hubert et F. Labondance, 2018, « Monetary Policy and Asset Price Bubbles », *EconomiX Working Paper*, n° 2018-5.

Bordo M. et O. Jeanne, 2002, « Monetary Policy and Asset Prices: Does 'Benign Neglect' Make Sense? », *International Finance*, vol. 5, n° 2, pp. 139-164.

Bordo M. et D. Wheelock, 2007, « Stock Market Booms and the Monetary Policy in the Twentieth Century », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, mars-avril, pp. 91-122.

Bordo M. et J. Landon-Lane, 2013, « Does Expansionary Monetary Policy Cause Asset Price Booms. Some Historical and Empirical Evidence », *NBER Working Paper*, n° 19585.

Bordo M., Eichengreen B., Klingebiel D. et Martinez?Peria M. S., 2001, « Is the Crisis Problem Growing More Severe? », *Economic policy*, vol. 1, n° 32, pp. 52-82.

Borio C. et P. Lowe, 2002, « Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus », *BIS Working Paper*, n° 114.

Borio C., et Drehmann M., 2009, « Towards an Operational Framework for Financial Stability:'Fuzzy'Measurement and its Consequences », *BIS Working Papers,* n° 284.

Brunnermeier M., 2008, « Bubbles », *The New Palgrave Dictionary of Economics*, second edition, eds. S. N. Durlauf et L. E. Blume.

Brunnermeier M. et M. Oehmke, 2013, « Bubbles, Financial Crises, and Systemic Risk », in *Handbook of the Economics and Finance*, vol. 2(B), pp. 1221-1288.

Cecchetti S. G., H. Genberg et S. Wadhwani, 2003, « Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework », in W. C. Hunter, G. G. Kaufman

et M. Pomerleano (eds.), *Asset Price Bubbles: The Implication for Monetary, Regulatory, and International Policies*, MIT Press, pp. 427-444.

Christiano L., C. Ilut, R. Motto et M. Rostagno, 2010, « Monetary Policy and Stock Market Booms », *Jackson Hole Conference*, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Collard F., H. Dellas, B. Diba et O. Loisel, 2017, « Optimal Monetary and Prudential Policies », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 9, n° 1, pp. 40-87.

Claessens S., Kose M. A. et Terrone, M. E., 2009, « What Happens During Recessions, Crunches and Busts? », *Economic Policy*, vol. 24, n° 60, pp. 653-700.

Claessens S. et Kose M. M. A., 2013, « Financial Crises Explanations, Types, and Implications », *IMF Working Paper*, n° 13-28.

Del Negro M. et C. Otrok, 2007, « 99 Luftballons: Monetary Policy and the House Price Boom Across the US States », *Journal of Monetary Economics*, n° 54, pp. 1962-1985.

Diba B. et H. Grossman, 1988, « The Theory of Rational Bubbles in Stock Prices », *The Economic Journal*, n° 98, pp. 746-754.

Dokko J., B. Doyle, M. Kiley, J. Kim, S. Sherlund, J. Sim et S. Van den Heuvel, 2011, « Monetary Policy and the Global Housing Bubble », *Economic Policy*, avril, pp. 237-287.

Fama E., 2014, « Two Pillars of Asset Pricing », *American Economic Review*, vol. 104, n° 6, pp. 1467-1485.

Galí J., 2014, « Monetary Policy and Rational Asset Price Bubbles », *American Economic Review*, vol. 104, n° 3, pp. 721-752.

Galí J. et L. Gambetti, 2015, « The Effects of Monetary Policy on Stock Market Bubbles: Some Evidence », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 7, n° 1, pp. 233-57.

Gerlach S., 2010, « Asset Prices and Monetary Policy: Some Sceptical

Observations », In M. Balling, J. M. Berk et M. O. Strauss-Kahn (eds.), *The Quest for Stability: The Macro View*, pp. 45-60. Vienne, SUERF.

Goodhart C. et B. Hofmann, 2008, « House Prices, Money, Credit, and the Macroeconomy », *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 24, n° 1, pp. 180-205.

Gruen D., M. Plumb et A. Stone, 2005, « How Should Monetary Policy Respond to Asset-Price Bubbles? », *International Journal of Central Banking*, vol. 1, n° 3, pp. 1-31.

Gürkaynak R., 2008, « Econometric Test of Asset Price Bubbles: Taking Stock », *Journal of Economic Surveys*, vol. 22, n° 1, pp. 166-186.

Jordà Ò., M. Schularick et A. M. Taylor, 2013, « When Credit Bites Back », *Journal of Money Credit and Banking*, vol. 45(s2), pp. 3-28.

Jordà Ò., M. Schularick et A. M. Taylor, 2015, « Leveraged Bubbles », *Journal of Monetary Economics*, n° 76, pp. 1-20.

Kahn G., 2010, « Taylor Rule Deviations and Financial Imbalances », *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, deuxième trimestre, pp. 63-99.

Kindleberger C., 1978, *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, 5e édition, New York, Wiley.

Kuttner K., 2012, *Low Interest Rates and Housing Bubbles: Still no Smoking Gun*, mimeo.

Laeven L. et Valencia F., 2012, « Systemic Banking Crises Database: An Update », *IMF Working Paper,* vol. 12, n° 163.

Martin A. et J. Ventura, 2017, « The Macroeconomics of Rational Bubbles: A User's Guide », *Barcelona GSE Working Paper Series*, n° 989.

OFCE, 2018, « La fin d'un cycle ? », *Revue de l'OFCE* n° 155, pp. 19-169.

Phillips P., Y. Wu et J. Yu, 2011, « Explosive Behavior in the 1990's NASDAQ: When Did Exuberance Escalate Asset Values? », *International Economic Review*, vol. 52, n° 1, pp. 201-226.

Phillips P. et J. Yu, 2011, « Dating the Timeline of Financial Bubbles During the Subprime Crisis », *Quantitative Economics*, n° 2, pp. 455-491.

Rigobon R. et B. Sack, 2004, « The Impact of Monetary Policy on Asset Prices », *Journal of Monetary Economics*, vol. 51, n° 8, pp. 1553-1575.

Rudebusch G. D., 2005, « Monetary Policy and Asset Price Bubbles », *FRBSF Economic Letter*.

Scherbina A., 2013, « Asset Price Bubble: A Selective Survey », *IMF Working paper,* n° 13/45.

Svensson L. E., 2012, « The Relation between Monetary Policy and Financial Policy », *International Journal of Central Banking*, vol. 8 (supplement 1), pp. 293-295.

Svensson L. E., 2017a, « Cost-Benefit Analysis of Leaning against the Wind », *Journal of Monetary Economics*, n° 90, pp. 193-213.

Svensson L. E., 2017b, « How Robust Is the Result That the Cost of 'Leaning against the Wind' Exceeds the Benefit? », *ECB Working paper,* n° 2031.

Taylor J., 2009, « The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong », *NBER Working Paper*, n° 14631.

White W. R., 2009, « Should Monetary Policy 'Lean or Clean'? », Federal Reserve Bank of Dallas, *Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper*, n° 34.

Woodford M., 2012, « Inflation Targeting and Financial Stability », *Sveriges Riksbank Economic Review,* n° 1, pp. 7-32.

ANNEXE

Tableau A. Description des données

Variable	Description	Source	Fréquence
Cours boursier	Eurostoxx	Datastream	Mensuelle
Indice des prix	Indice des prix à la consommation harmonisé de la zone euro	Datastream	Mensuelle
Dividendes	Dividendes distribués par les sociétés financières et non-financières (France+Allemagne+Italie+Espagne+Pays-Bas)	Datastream	Trimestrielle
Taux long	taux des obligations de référence en euros	Datastream	Mensuelle
inflation	Indice des prix à la consommation harmonisé de la zone euro (fenêtre glissante de 12 mois)	Datastream	Mensuelle
VIX	Indice de Volatilité	Datastream	Mensuelle
Loyer	Loyers reçus par les ménages (France+Allemagne+Italie+Espagne+Pays-Bas)	Datastream	Trimestrielle
IPI	indice de production industrielle	Datastream	Mensuelle
PIB réel	Produit intérieur brut réel (EA19)	Datastream	trimestrielle
Agrégat Monétaire	M3	Datastream	Mensuelle
Crédit agrégé	Crédits effectués au sein de la zone euro	Datastream	Mensuelle
Indice de confiance	Indice de confiance des consommateurs + indice de confiance de l'industrie	Datastream Datastream	Mensuelle Mensuelle
Rendement obligataire de référence	Rendement d'obligations de référence à long terme des gouvernements de la zone euro	Datastream	Mensuelle
Prix de l'immobilier	Prix de l'immobilier résidentiel au sein de la zone euro	Datastream	Mensuelle
Prix du pétrole	Prix du pétrole	Datastream	Mensuelle
Revenu disponible réel	Revenu disponible réel de la zone euro	Datastream	Mensuelle

NORMALISATION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
VERS QUEL(S) OBJECTIF(S) ?

Christophe Blot
Sciences Po, OFCE ; Université Paris Nanterre – EconomiX
Jérôme Creel
Sciences Po, OFCE ; ESCP Europe
Paul Hubert
Sciences Po, OFCE

La mise en œuvre des politiques monétaires non conventionnelles a entraîné une forte augmentation de la taille du bilan des banques centrales. Alors que le temps de la normalisation de la politique monétaire semble être venu – la BCE a d'ores et déjà annoncé la fin de sa politique ultra-accommodante et la baisse de la taille de son bilan pourrait intervenir en début d'année 2019 –, une question importante reste en suspens : quelle est la taille « normale » du bilan de la BCE ? S'agit-il de celle qui prévalait avant la crise de 2007-2008 ou pas ? En effet, alors même que les mesures non conventionnelles des banques centrales étaient supposées être exceptionnelles et temporaires, un débat s'est engagé sur l'opportunité d'intégrer certaines de ces mesures à la liste des instruments usuels de la politique monétaire. En d'autres termes, de nombreux économistes, notamment, s'interrogent sur l'opportunité pour les banques centrales de conserver des tailles de bilan importantes, plus grandes en tout cas que celles d'avant-crise, pour assurer leurs missions. Au-delà des canaux de transmission différenciés qu'elles offrent, les mesures non-conventionnelles sont en effet aussi susceptibles de renforcer la capacité des banques centrales à assurer la stabilité financière. La question d'adopter des politiques de bilan permanentes pour les banques centrales se pose d'autant plus que le contexte institutionnel a évolué depuis la crise : les missions des banques centrales ont été élargies et les préoccupations à l'égard de la stabilité financière sont croissantes. Cet article présente ainsi des scénarios de réduction de la taille du bilan de l'Eurosystème ainsi que les arguments en faveur de la pérennisation de certaines des mesures non conventionnelles. Si les arguments sont nombreux, il faut bien reconnaître que les économistes n'ont pas encore complètement analysé l'effet potentiel des politiques de bilan sur la stabilité macroéconomique et financière. Ceci ne devrait pourtant pas empêcher les banques centrales de recourir à ces politiques pour compléter l'arsenal des

instruments à leur disposition pour faire face aux besoins de liquidité des banques commerciales, pour atténuer la fragmentation bancaire et pour assurer la fourniture d'actifs liquides sans risque dans la zone euro.

Mots clés : politique monétaire, bilan des banques centrales, assouplissement quantitatif, stabilité financière, canaux de transmission.

Avec la crise financière, les banques centrales ont utilisé de nouveaux outils de politique monétaire – les politiques de bilan – lorsque leur action fut limitée par la borne inférieure pour le taux d'intérêt directeur (ZLB)[1]. La mise en œuvre de ces mesures a entraîné une forte augmentation de la taille du bilan des banques centrales. Au premier trimestre 2018, le montant total d'actifs détenus par la Réserve fédérale était de 4 450 milliards de dollars (22,3 % du PIB américain) contre 900 milliards de dollars (6,3 % du PIB) début 2007. Sur la même période, le bilan de l'Eurosystème[2] est passé de 1 150 milliards d'euros (12,4 % du PIB de la zone euro) à 4 470 milliards (39 % du PIB).

Initialement, les mesures prises étaient supposées être exceptionnelles et donc temporaires, destinées à dépasser la contrainte portant sur les taux directeurs et mises en œuvre en réaction à la crise financière. Un débat est cependant engagé sur l'opportunité d'intégrer certaines des mesures prises pendant la crise à la liste des instruments de la politique monétaire, y compris en période normale[3]. Ce débat est central puisqu'il conditionne les futures décisions des banques centrales. En outre, il renvoie aux canaux de transmission de la politique monétaire et aux objectifs assignés aux banques centrales. Sont-elles uniquement en charge de la stabilité des prix ou doivent-elles orienter leur politique monétaire à des fins de stabilité financière ?

Ce débat intervient dans un contexte de normalisation et de réduction à venir ou en cours du bilan des banques centrales. La fin de la crise financière et la reprise économique doivent-elles conduire les banques centrales à revenir sur la situation qui prévalait avant 2008 en termes de

1. En pratique, cette borne n'est pas nécessairement zéro. Il s'agit plutôt d'un niveau de taux d'intérêt directeur à partir duquel aucune baisse supplémentaire n'est anticipée.
2. L'Eurosysteme désigne l'ensemble composé de la BCE et des banques centrales nationales (BCN) des pays de la zone euro. Dans la mesure où les opérations de politique monétaire dans la zone euro sont décentralisées, il faut tenir compte des évolutions de bilan de l'ensemble des banques centrales : BCE et BCN.
3. Voir Friedman (2015) par exemple.

taille de bilan et de stratégie de politique monétaire ? La question est d'autant plus pertinente que les missions des banques centrales ont été élargies pendant la crise et que les préoccupations à l'égard de la stabilité financière sont croissantes. Bernanke (2016), président de la Réserve fédérale entre 2006 et 2014, s'interroge sur la taille optimale du bilan des banques centrales. En maintenant un bilan plus important et dont la composition de l'actif serait plus diversifiée qu'avant la crise, les banques centrales pourraient élargir leur capacité à intervenir en période de tensions comme en période normale. La réduction en cours de la taille des bilans des banques centrales implique-t-elle un retour à la normale ou la transition vers une nouvelle forme de « normalité », supposant un bilan plus important et le recours plus fréquent à des mesures jusqu'ici qualifiées de non conventionnelles[4] ? Les annonces de réduction de la taille des bilans des banques centrales permettent d'envisager le rythme auquel cette réduction aura lieu, mais elles ne donnent pas d'indication précise sur la date de fin de ce processus et donc sur l'intégration éventuelle des mesures jusqu'ici qualifiées de non conventionnelles dans la boîte à outils des banques centrales.

Après avoir présenté les scénarios de réduction de la taille du bilan de l'Eurosystème et de la Réserve fédérale, nous discutons des arguments en faveur de la pérennisation des mesures non conventionnelles. Nous montrons que la discussion sur ces questions dépendra en fin de compte du possible changement de mandat des banques centrales et des canaux de transmission de ces politiques.

1. Conception et calendrier de la sortie des programmes d'assouplissement quantitatif

L'évolution de la situation macroéconomique de la zone euro plaide pour une réduction progressive du stimulus monétaire mis en œuvre par la BCE. Il s'agit principalement pour le Conseil des gouverneurs de préciser le *timing* de réduction des achats de titres puis de réduction de la taille du bilan et enfin de la remontée future des taux directeurs. La communication autour de cette normalisation de la politique monétaire est essentielle pour qu'elle ne se traduise pas par une volatilité excessive des marchés et un durcissement non maîtrisé des conditions

4. Nous nous concentrons principalement sur l'assouplissement quantitatif. L'utilisation de la « forward guidance » de manière plus permanente pourrait également être débattue en tant que moyen d'améliorer la stratégie de communication des banques centrales.

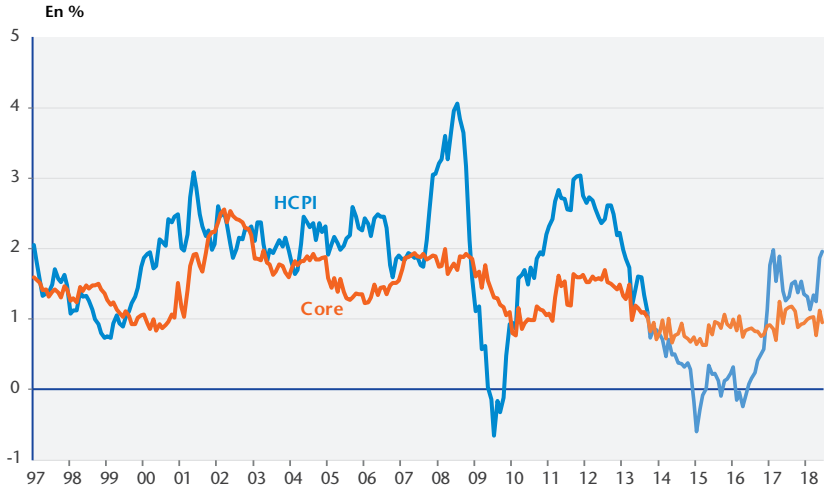
de financement. En effet, l'arrêt des achats de titres réduira mécaniquement la demande et pèsera donc sur le prix des actifs achetés dans le cadre des programmes de la BCE – obligations sécurisées[5], titres garantis par des actifs[6], titres émis par le secteur privé[7] et principalement titres obligataires souverains[8] – et donc sur leur rendement. Si l'objectif de la normalisation est bien à terme de faire remonter les taux d'intérêt, la BCE souhaitera sans doute que cette hausse soit progressive. Un durcissement trop brutal de la politique monétaire menacerait effectivement la reprise dans un contexte où l'inflation reste inférieure à la cible de 2 % et où l'inflation sous-jacente reste stable autour de 1 % depuis l'été 2013 (graphique 1).

La BCE a systématiquement communiqué sa stratégie en donnant des précisions sur la durée des programmes, l'évolution des montants de titres et les échéances auxquelles ils seraient réduits puis arrêtés. Ainsi, le volume mensuel net d'actifs acquis par la BCE avait été réduit une première fois en avril 2017 passant de 80 à 60 milliards, ce qui avait conduit à une moindre augmentation de la taille du bilan de l'Eurosystème (graphique 2). Puis, le 26 octobre 2017, Mario Draghi avait indiqué que le programme serait réduit à 30 milliards et prolongé au moins jusqu'en septembre 2018. Enfin, une nouvelle réduction des achats a été annoncée le 14 juin 2018. Ils passeraient à 15 milliards entre octobre et décembre 2018 puis cesseraient après cette date. Cependant, au-delà de décembre, « l'Eurosystème réinvestira les paiements du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pour une période prolongée après la fin de ses achats d'actifs nets, et en tout cas aussi longtemps que nécessaire ». Concrètement, la taille du bilan se stabiliserait, toutes choses égales par ailleurs, à partir de janvier 2019. En effet, l'évolution de la taille du bilan de l'Eurosystème dépend non seulement des achats de titres mais aussi de la demande de liquidité dans le cadre des opérations principales (MRO) et à long terme de refinancement (LTRO), à très long terme (VLTRO) ainsi que les opérations ciblées (TLTRO). Parallèlement à l'augmentation des actifs de la BCE, des changements substantiels ont été apportés au passif de son bilan. Avant la crise financière, les engagements de la BCE étaient principalement des billets en circulation

5. Dans le cadre du programme CBPP (*covered-bond purchase programme*).
6. Dans le cadre du programme ABSPP (*asset-backed securities purchase programme*).
7. Dans le cadre du programme CSPP (*corporate securities purchase programme*).
8. Dans le cadre du programme PSPP (*public sector purchase programme*).

(monnaie) alors qu'aujourd'hui, il s'agit des réserves bancaires, dont la majeure partie est constituée de réserves excédentaires et de facilités de dépôt. Cette augmentation des réserves est la conséquence directe des programmes non conventionnels de la BCE, d'abord au travers des opérations de liquidité et, plus récemment au travers du programme d'achats d'actifs.

Graphique 1. Inflation et inflation sous-jacente dans la zone euro

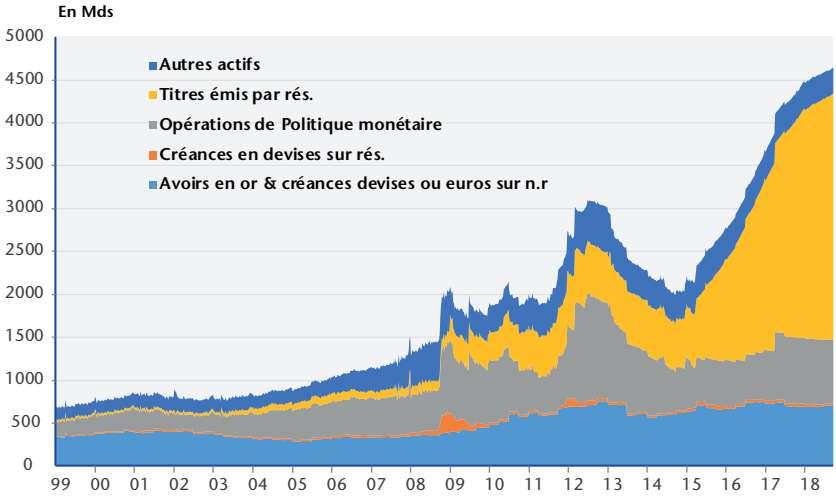


Source : Eurostat.

Les annonces de la BCE témoignent d'une stratégie proche de celle mise en œuvre par la Réserve fédérale qui consistait d'abord à diminuer les flux d'achats mensuels, puis à stabiliser la taille du bilan, à augmenter les taux et en dernier lieu à réduire la taille du bilan en mettant fin à la politique de réinvestissement de titres arrivant à échéance. En ce qui concerne l'augmentation des taux directeurs, Mario Draghi a annoncé que les taux n'augmenteraient pas avant l'été 2019. Comparativement, la Réserve fédérale avait réduit ses achats de titres à partir de janvier 2014 sur un rythme de 10 milliards de dollars par mois de janvier à octobre. La première hausse du taux directeur a été décidée en décembre 2015 tout en maintenant stable la taille du bilan. La dernière étape de la normalisation – visant à réduire la taille du bilan – a été annoncée en juin 2017 et appliquée à partir d'octobre. Compte tenu de ces annonces sur la trajectoire de réduction de la somme des actifs et en supposant une croissance du PIB nominal de

3,7 %, le bilan de la Réserve fédérale reviendrait à son niveau d'avant la crise – soit 6,1 % du PIB – en début d'année 2023 (graphique 3).

Graphique 2. Bilan (actifs) de l'Eurosystème



Source : Eurostat.

Jusqu'à présent, la BCE n'a pas communiqué de date à partir de laquelle la taille du bilan serait réduite, ni le rythme de réduction. Il est cependant possible de simuler un scénario calé sur celui de la Réserver fédérale. Nous supposons que la BCE réduira la taille de son bilan de 10 milliards d'euros pendant 3 mois, puis de 20 milliards d'euros au cours des 3 prochains mois jusqu'à atteindre un plafond de 50 milliards d'euros. Compte tenu des annonces de politique de réinvestissement de la BCE, nous supposons que la BCE ne commencera pas ses opérations de réduction de la taille de son bilan juste après la fin des achats d'actifs mais plus tard, par exemple en janvier 2020[9]. Ce scénario implique que la normalisation du processus se termine au cours du premier semestre 2025 (graphique 3), soit deux ans après la Réserve fédérale. Ces hypothèses sont arbitraires et n'illustrent qu'un scénario parmi d'autres de réduction de la taille du bilan de la BCE. L'ajustement peut commencer plus tard, s'étendre sur une période plus longue ou plus courte. La ques-

9. Il s'agit d'un scénario *ad-hoc* qui fait notamment l'hypothèse que le délai entre la remontée des taux et la réduction de la taille du bilan serait plus rapide dans le cas de la BCE que dans celui de la Réserve fédérale.

tion principale concernera les besoins de liquidité du système bancaire et l'adéquation de la politique de la BCE avec ces besoins.

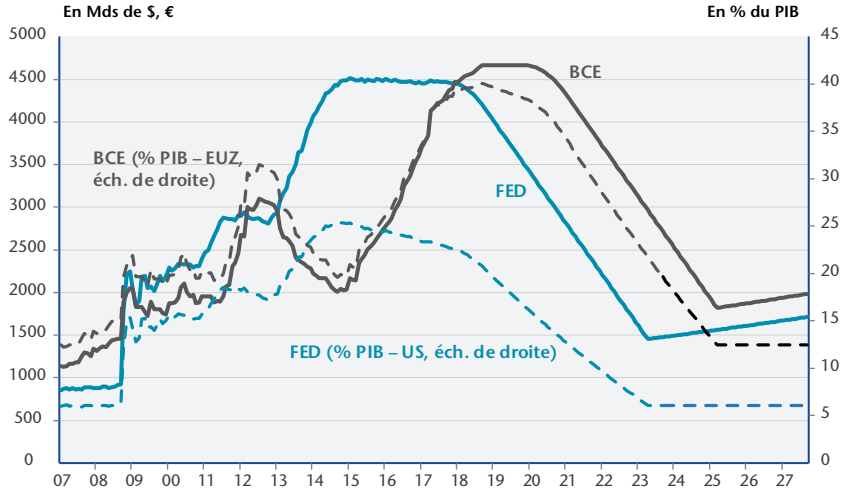
En effet, l'augmentation de la taille du bilan de l'Eurosystème s'est réalisée en deux étapes, d'abord par le biais des opérations de liquidité menées par la BCE pour faire face à la crise de liquidités du système bancaire entre octobre 2008 à fin 2012. La hausse s'expliquait alors par la demande de monnaie banque centrale[10] et résultait des besoins des banques que la BCE satisfaisait intégralement dans le cadre d'une politique de FRFA (*Fixed rate–Full allotment*)[11]. La deuxième phase d'accroissement de la taille du bilan a débuté avec la mise en place d'un programme d'achat d'actifs à grande échelle (APP) en mars 2015, et donc à l'initiative de la BCE qui a fixé le volume de ces achats mensuels[12]. L'augmentation résultait donc de la volonté de la BCE d'accroître l'offre de monnaie.

La BCE a annoncé qu'elle maintiendrait la procédure FRFA jusqu'à la fin de 2019. Par conséquent, toute augmentation de la demande de liquidité continuera à être automatiquement servie par la BCE. La taille du bilan restera donc en partie déterminée par la demande. Elle pourrait augmenter ou diminuer – *via* le poste « Prêts aux établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire libellées en euros » même après que la BCE aura cessé d'acheter des actifs en janvier 2019[13]. L'encours de « Prêts aux établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire libellées en euros » a diminué depuis le sommet à 1 250 milliards d'euros atteint en juin 2012, et représente toujours un peu plus de 740 milliards d'euros (graphique 2), soit 16 % du total des actifs de l'Eurosystème.

En indiquant que le taux directeur n'augmenterait pas avant l'été 2019, Mario Draghi laisse implicitement entendre qu'une hausse des taux interviendrait à partir du troisième trimestre 2019, surtout si le scénario de reprise se confirme. Il n'a pas encore communiqué sur la fin de la politique de taux d'intérêt négatif. Tant que le principal taux directeur – le taux appliqué sur les opérations principales de refinancement (MRO) – reste à zéro, le taux appliqué sur les facilités de dépôt

10. La monnaie émise par la banque centrale correspond aux postes billets et réserves du bilan.
11. L'ensemble des demandes a donc été satisfait à taux fixe.
12. L'essentiel des achats concerne les titres du secteur public (PSPP) mais la BCE achète également des titres adossés à des actifs (ABSPP), des obligations sécurisées (CBPP) et les titres du secteur des entreprises (CSPP).
13. Les achats d'actifs figurent au poste « 7.1 Titres émis par des résidents de la zone euro et détenus à des fins de politique monétaire ».

Graphique 3. Scénarios de réduction de la taille du bilan de la Réserve fédérale et de la BCE



Sources : Réserve fédérale, BCE, calcul des auteurs.

restera négatif. Mais la BCE pourrait choisir de réduire l'écart entre le taux de MRO et le taux sur les facilités de dépôt afin de mettre fin plus rapidement à la politique de taux d'intérêt négatifs. À l'inverse, le taux des facilités de dépôt peut rester à -0,4 % même après que le taux de MRO aura augmenté, ceci afin de revenir à l'écart d'avant-crise entre le taux MRO et le taux des facilités de dépôt, soit 1 point.

Enfin, le processus d'ajustement du bilan n'est pas la seule question critique en jeu. Il existe une information spécifique que ni la BCE ni la Fed n'ont encore communiquée, à savoir leur cible respective de taille du bilan. Les scénarios représentés dans le graphique 3 supposent que les bilans convergeront vers le niveau observé avant la crise en pourcentage du PIB soit autour de 6 et 12,5 % pour la Réserve fédérale et la BCE respectivement. Il s'agit-là d'une hypothèse de retour à la normale mais les banques centrales pourraient souhaiter converger vers un nouveau scénario central. Par exemple, la BCE pourrait décider de stabiliser le bilan à 18 % du PIB de la zone euro, c'est-à-dire au niveau de février 2015 avant le début du PSPP (*Public Securities Purchase Programme*). Une telle décision dépend *in fine* du point de vue des autorités monétaires sur l'utilisation potentielle et l'efficacité du bilan de la banque centrale en tant que nouvel instrument de politique monétaire et de stabilité financière.

2. Quel rôle pour la politique de bilan ?

La période de crise s'est traduite par une diversité des mesures prises par les banques centrales ouvrant la possibilité de voir naître de nouveaux instruments pour la mise en œuvre de la politique monétaire. Si l'objectif initial fut de dépasser la contrainte portant sur le taux directeur, qui est un taux de court terme, l'efficacité des nouvelles mesures pourrait permettre aux banques centrales de mieux maîtriser la transmission de ses décisions. En outre, les préoccupations croissantes à l'égard de la stabilité financière suggèrent un rôle accru pour la liquidité émise par les banques centrales.

2.1. Un nouvel instrument de politique monétaire

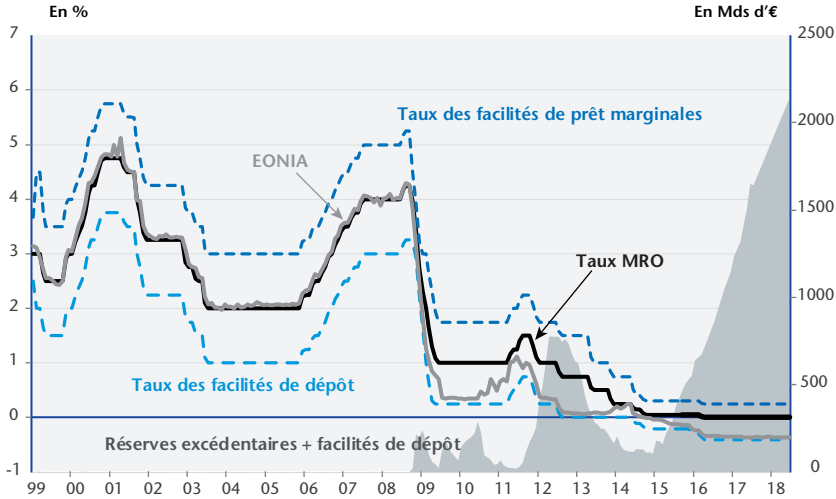
Avant la crise financière, les banques centrales fixaient le taux directeur pour signaler l'orientation de la politique monétaire et déterminaient ensuite le montant de liquidité fournie au système bancaire compte tenu de cette orientation. L'offre de réserves des banques centrales était ajustée pour répondre aux besoins de liquidité – déterminés par les réserves obligatoires et les facteurs autonomes – du système bancaire et pour réduire la volatilité du taux d'intérêt du marché au jour le jour (l'EONIA dans la zone euro)[14]. La création de réserves bancaires excédentaires modifie l'instrument par lequel la banque centrale signale l'orientation de sa politique monétaire.

L'abondance des réserves consécutive aux achats d'actifs de la BCE sature la demande de réserves des banques commerciales, ce qui exerce des pressions à la baisse sur le taux du marché au jour le jour qui converge vers le taux des facilités de dépôts au lieu de fluctuer autour du taux des opérations principales de refinancement. En conséquence, les banques centrales influencent désormais les taux à court terme principalement en faisant varier le taux d'intérêt payé sur les réserves excédentaires. Cette configuration découle de l'hypothèse selon laquelle les banques ne souhaitent pas emprunter ou prêter sur les marchés interbancaires à un taux d'intérêt différent de celui qu'elles fixent pour les réserves détenues au bilan de la banque centrale. Ainsi, lorsque les réserves excédentaires sont positives, l'instrument de politique monétaire, fixé par la banque centrale, signalant l'orientation de

14. L'EONIA représente la moyenne de l'indice au jour le jour de la zone euro. Il s'agit d'une mesure quotidienne du taux d'intérêt effectif sur le marché interbancaire calculée comme moyenne pondérée des taux d'intérêt sur les opérations de prêt à un jour non garanties libellées en euro, telles que déclarées par un panel de banques contributrices.

la politique monétaire n'est pas le taux principal de refinancement (MRO) mais le taux des facilités de dépôt comme l'illustrent les fluctuations de l'EONIA depuis octobre 2008 (graphique 4)[15]. Lorsque les réserves excédentaires baissent et tendent vers zéro, le taux EONIA augmente et se rapproche du taux de MRO, son taux de référence avant la mise en place de politiques non-standard.

Graphique 4. Taux d'intérêts de la BCE et liquidités excédentaires



Sources : BCE, Thompson Reuters Datastream.

La question de la taille du bilan de la banque centrale renvoie donc à la méthode privilégiée par les banquiers centraux pour signaler leur taux directeur. Ainsi, des politiques de bilan peuvent être mises en œuvre en temps normal, c'est-à-dire lorsque le taux principal de refinancement est en territoire positif (au-dessus de la ZLB). L'orientation de la politique monétaire n'est alors plus signalée par le taux d'intérêt directeur habituel (le taux MRO), sans affecter pour autant la nature des canaux de transmission de la politique monétaire. Lorsque le bilan ne comporte pas de réserves excédentaires et que le taux EONIA fluctue autour du taux MRO, l'offre de réserves est fixée pour répondre à la demande des banques commerciales et éviter une trop forte volatilité autour du taux MRO. Lorsque le bilan comporte des réserves

15. Dans ce cas, les réserves excédentaires comprennent également l'encours des facilités de dépôt. L'un et l'autre sont des substituts parfaits puisque les taux d'intérêt qui leur sont appliqués sont les mêmes.

excédentaires – sa taille est plus importante –, le taux EONIA se rapproche du taux d'intérêt sur les facilités de dépôt, quel qu'en soit le niveau plancher : -0,4 %, 0 % ou +3 %. L'offre de réserves dépassant la demande, le taux du marché au jour le jour tend vers le taux plancher. Par conséquent, le choix le ciblage d'un bilan de taille importante en temps normal pour une banque centrale est désormais un choix qui s'offre à elle. Ce choix nécessite qu'une analyse coûts-avantages de réserves excédentaires importantes et permanentes soit préalablement réalisée, et de même pour l'utilisation du taux de la facilité de dépôt comme taux directeur.

2.2. La politique de bilan et la stabilité financière

Greenwood, Hanson et Stein (2016) ont présenté un premier argument en faveur du maintien d'un bilan élargi permanent. Ils suggèrent qu'un tel bilan pourrait servir d'outil pour améliorer la stabilité financière. Dans une situation où il existe une forte demande privée de titres à court terme sûrs et liquides, les banques centrales pourraient en être le fournisseur ultime. Il se trouve que les changements de réglementation bancaire ont pour corollaire d'accroître la demande d'actifs sûrs et liquides. Le fait que les investisseurs acceptent des rendements beaucoup plus faibles pour les titres gouvernementaux à très court terme (à l'échéance d'une semaine par exemple) que pour les titres gouvernementaux à plus long terme (même un an par exemple) est un bon indicateur qu'une telle demande existe. En principe, le marché d'actifs financiers privés est en mesure de fournir de tels actifs à court terme. Cependant, en période de crise où la qualité des actifs sous-jacents est incertaine, cette forme de financement disparaît et pousse les banques à vendre leurs actifs de qualité. Ces ventes, parfois massives et en urgence, peuvent déstabiliser le marché et amplifier la crise. Greenwood *et al.* (2016) suggèrent que les banques centrales fournissent ces actifs de qualité à court terme, comme elles le font déjà par le biais des réserves bancaires. Cette offre potentiellement illimitée d'un actif fondamentalement sûr réduirait la prime de liquidité sur le financement à très court terme. Cette stratégie implique que les banques centrales maintiennent un bilan élargi. Un argument complémentaire d'une telle stratégie renvoie au principe de Tinbergen selon lequel il faut disposer d'autant d'instruments que d'objectifs : les banques centrales peuvent utiliser leur bilan comme un instrument de renforcement de la stabilité financière et continuer simultanément à utiliser le taux – ici le taux des facilités de dépôts – pour stabiliser l'économie.

Par ailleurs, l'un des canaux de transmission de la politique monétaire est le canal de portefeuille. Dans le cas d'une politique de bilan, après que la banque centrale a acheté certains actifs, le processus d'arbitrage génère une augmentation du prix de ces actifs (mais aussi de leurs proches quoiqu'imparfaits substituts), une baisse des rendements et par conséquent une baisse des coûts d'emprunt. Le canal de portefeuille peut donc créer, voire corriger, une distorsion des prix des actifs puisque les opérations de la banque centrale augmentent la demande d'une classe d'actifs. Lorsque les achats d'actifs sont des bons du Trésor à long terme, cela entraîne une réduction des primes de risque, ce qui ajoute à l'effet de signalisation de la politique et peut déclencher une nouvelle baisse des taux d'intérêt de long terme. Le signal est également transmis aux substituts financiers étroitement liés par le biais de changements dans les primes de risque. Dans le même temps, la hausse des prix des actifs augmente la richesse des agents économiques et donc leur capacité à générer plus de dépenses.

La littérature sur l'offre d'actifs sûrs pour améliorer la stabilité financière a été étudiée par Golec et Perotti (2017). Les actifs sûrs à court terme comportent une « prime monétaire » qui réduit leur rendement puisqu'ils peuvent être utilisés quasiment comme de la monnaie. Les titres de créance gouvernementaux ou les dettes de la banque centrale ont cette caractéristique. Gorton et Metrick (2012) montrent que les titres à court terme émis par des particuliers peuvent aussi faire partie de cette catégorie mais ils ont des conséquences éventuellement néfastes sur la stabilité financière. En effet, les incitations des intermédiaires financiers privés à s'engager dans des transformations de maturité et de liquidité et à financer leur investissement en émettant des titres de créance à court terme garantis sont fortes. Il faut rappeler que ce phénomène a considérablement accru la fragilité des intermédiaires financiers en les exposant à un risque de financement plus important (voir Brunnermeier et Pedersen, 2009). Parce que les titres publics à court terme peuvent se substituer à la dette privée à court terme (voir Carlson *et al.*, 2016 et Krishnamurthy et Vissing-Jorgensen, 2012), la politique monétaire d'achats d'actifs qui augmente l'offre publique de titres à court terme, à savoir les réserves des banques centrales, pourrait ainsi abaisser la « prime monétaire » en deçà de celle qui prévaut pour les obligations émises par des sociétés privées. Cette politique diminuerait alors l'incitation des intermédiaires financiers privés à émettre de la dette à court terme et renforcerait la

stabilité financière. Enfin, les émissions de titres à court terme par la banque centrale évinceraient les émissions privées et contribueraient à limiter le risque de financement. Woodford (2016) montre que ce mécanisme peut limiter les incitations des banques à s'engager dans la transformation de la liquidité.

Cúrdia et Woodford (2011) analysent la pertinence des politiques de bilan avec la politique plus traditionnelle des taux d'intérêt. Ils constatent que l'assouplissement quantitatif en général risque d'être inefficace pour la stabilisation macroéconomique (ils ne considèrent pas la stabilité financière), mais les achats d'actifs ciblés seraient efficaces lorsque les marchés financiers sont perturbés ou que les taux d'intérêt sont à la ZLB. Ils en tirent la conclusion que les avoirs en actifs de la banque centrale ne devraient pas être pertinents pour la stabilisation macroéconomique dans le cas de marchés financiers fonctionnant correctement. Cependant, une telle hypothèse peut ne pas tenir même en temps normal. Si les marchés financiers sont caractérisés par des imperfections financières et des inefficiences, l'utilisation de politiques de bilan est alors pertinente. La banque centrale peut profiter de la taille et de la composition du bilan pour créer (ou corriger) des distorsions sur les marchés financiers en influençant les primes de risque et de terme.

La récente crise de la dette de la zone euro à la suite à la crise financière a relancé le débat sur la boucle entre dette souveraine et risque bancaire (Brunnermeier *et al.*, 2016) car la détérioration de la solvabilité des États diminue la valeur des actifs détenus par les intermédiaires financiers. Cela augmente la probabilité de renflouement des banques et détériore davantage la situation budgétaire initiale. Cela peut conduire à une situation de panique où les rendements souverains augmentent fortement en raison de la baisse de liquidité sur les marchés financiers, comme on a pu le constater dans certains pays : Espagne, Italie, Portugal, Irlande et Grèce. Dans de telles circonstances, la mise en œuvre de politiques de bilan peut rompre le cercle vicieux, soit en déplaçant le risque du bilan des banques commerciales vers celui de la banque centrale, soit en limitant la variation des prix des obligations souveraines. Reis (2017) analyse l'utilité des politiques de bilan des banques centrales dans une crise budgétaire, modélisée comme une situation où les perspectives budgétaires sont incompatibles avec une inflation stable et sans défaillance souveraine. La crise se propage par deux canaux : la demande globale d'un côté et la contraction du crédit et la perturbation financière de l'autre. Reis (2017)

suggère que la taille et la composition du bilan de la banque centrale peuvent interférer avec ces canaux puisque les politiques de bilan des banques centrales reposent sur des réserves rémunérées qui constituent un passif public spécial, non substituable à la monnaie ou à la dette publique.

Un autre argument en faveur du maintien d'un large bilan de la banque centrale concerne son rôle de prêteur en dernier ressort en période de crise financière. En cas de panique, les banques commerciales peuvent hésiter à satisfaire leurs besoins de liquidités au guichet de l'escompte de la banque centrale. Elles peuvent en effet craindre de signaler d'éventuelles difficultés alimentant la défiance – un effet de stigmatisation – à leur égard. Un bilan plus large de la banque centrale, qui satisferait plus aisément les besoins de liquidités des banques commerciales, même de façon imprévue, pourrait donc faciliter les rôles de prêteur en dernier ressort de la banque centrale.

2.3. Effets réels d'une politique de bilan

Outre son effet sur la stabilité financière, la politique de bilan fonctionne notamment au travers de trois canaux de transmission. Les effets de la politique de bilan passent ainsi par le canal du crédit : si les modalités de la politique de bilan permettent à la banque centrale d'acheter (directement ou indirectement) des actifs auprès d'institutions non bancaires, cela renforce le crédit. En effet, une augmentation des réserves des banques auprès de la banque centrale s'accompagnera d'une hausse correspondante des dépôts. Dans le même temps, comme les actifs non bancaires deviennent plus liquides, des prêts supplémentaires peuvent être accordés.

L'autre canal de transmission est le canal du défaut de paiement. Si la politique de bilan réduit effectivement les rendements obligataires à long terme et améliore les perspectives macroéconomiques, les primes de risque diminuent. Cela réduit le risque de défaut souverain et laisse une marge de manœuvre pour une politique budgétaire plus accommodante, les investisseurs constatant qu'il existe un acheteur en dernier recours.

Un dernier canal important est le canal du taux de change. La création de monnaie produit une dépréciation du taux de change, favorisant a priori les exportations nettes. Cette logique découle du canal de portefeuille vu plus haut car le rééquilibrage du portefeuille de titres, après les acquisitions de la banque centrale, implique l'achat

d'actifs étrangers par les banques commerciales. Le vendeur est en effet à la recherche de rendements plus élevés et peut donc trouver rentable de détenir plus d'actifs étrangers, déclenchant ainsi une dépréciation de la monnaie nationale.

Enfin, parce que les effets réels des mesures de politique monétaire dépendent essentiellement de leur transmission aux conditions financières, le fait de pouvoir influencer directement la partie longue de la courbe des taux – *via* la prime de terme – ainsi que le taux d'intérêt des institutions non bancaires ou des sociétés non financières contribue à supprimer une étape intermédiaire de la transmission des politiques. En effet, les banques peuvent ne pas être disposées à répercuter intégralement les modifications du taux directeur sur les déposants et les emprunteurs. Symétriquement, lorsque la banque centrale souhaite durcir sa politique monétaire, l'existence d'un excès d'épargne pourrait freiner la transmission au taux long comme ce fut partiellement le cas dans les années 2000 lorsque la Réserve fédérale a amorcé la remontée des taux courts. Le lien entre le taux directeur et les taux d'intérêt sur les marchés des valeurs mobilières peut également être faible en raison de la fragmentation du marché et de l'insuffisance des liquidités. Le programme d'achat d'actifs ayant un effet direct sur le marché des valeurs mobilières, la capacité des banques centrales à atteindre leur objectif repose moins sur la transmission de ces décisions le long de la courbe des taux.

Ainsi, Duffie et Krishnamurthy (2016) suggèrent qu'un large bilan permet d'améliorer la transmission de la politique monétaire. Quint et Rabanal (2017) évaluent l'opportunité de ce type de politique en fonction d'un arbitrage entre leur efficacité et les distorsions induites qui réduisent le bien-être. Ils concluent que la politique d'achat – vente – de titres détenus au bilan des banques centrales est d'autant plus efficace que les chocs financiers sont importants. Adler, Castro et Tovar (2016) examinent la composition du capital de la banque centrale et son influence sur la conduite de la politique monétaire. Ils suggèrent que les distorsions induites par l'achat d'actifs fourniraient aux banques centrales un outil supplémentaire qui aurait non seulement une incidence sur la stabilisation macroéconomique mais aussi sur la stabilité financière. Il convient de noter que ces distorsions découlent de la modification dans la composition des actifs détenus par les banques centrales. Elles ne découlent pas nécessairement de l'évolution de la taille du bilan. Les politiques de bilan peuvent donc compléter utilement la politique de taux d'intérêt standard pour renforcer l'effet de

cette politique lorsque le canal de transmission est altéré ou pour atténuer son effet sur des marchés financiers spécifiques et y renforcer la stabilité financière.

Il reste à rappeler quelques conditions importantes qui peuvent, si elles ne sont pas respectées, nuire à l'efficacité attendue d'une politique de bilan. Ces conditions concernent la liquidité et la taille des marchés financiers. Ces deux caractéristiques sont en effet des conditions préalables à des achats importants et durables d'actifs financiers. Or c'est un argument clé en ce qui concerne les rachats d'obligations publiques européennes par la BCE (Blot et Creel, 2017) qui a pu faire craindre un assèchement des marchés de titres souverains. L'argument d'un manque de profondeur et de liquidité pourrait très bien s'appliquer aux obligations privées et aux actions émises dans la zone euro si la politique non standard de la BCE se poursuivait. Bien qu'il s'agisse d'un bon argument contre une *nouvelle hausse* du bilan de la BCE, au-delà donc du programme APP, ce n'est pas un argument contre le *maintien* à un montant important et stable du bilan de la BCE. En l'état actuel de la politique mise en œuvre, l'assèchement des marchés européens n'a pas eu lieu. En outre, l'argument proposé ne s'oppose pas à l'utilisation permanente des politiques de bilan sous l'angle de sa composition : cibler les actifs financiers par une politique de bilan permet de corriger les distorsions sur ces segments et de réduire la fragmentation financière entre les segments ou entre les pays de la zone euro.

3. Conclusion

Il existe de nombreux arguments pour compléter la boîte à outils des banques centrales par les politiques de bilan : elles renforceraient la stabilité financière et compléteraient la politique standard – pré-crise – dans son rôle d'amélioration de la stabilité macroéconomique. Il faut bien reconnaître cependant que les économistes n'ont pas encore complètement analysé l'effet potentiel des politiques de bilan sur la stabilité macroéconomique et financière. Il reste une grande incertitude empirique sur leur efficacité précise. Ceci ne devrait pourtant pas empêcher les banques centrales de recourir à des politiques de bilan, car seule l'expérience pourra fournir une évaluation complète et précise de leurs effets.

Le recours aux politiques monétaires dites non conventionnelles a permis aux banques centrales d'amortir les effets de la crise financière. Elles représentent un outil permettant de dépasser la limite de taux zéro. L'utilisation permanente des politiques de bilan soulève deux défis principaux. Le premier a trait au compromis entre efficience et distorsions. La politique standard de pilotage des taux d'intérêt de court terme vise la neutralité, les taux longs étant déterminés selon l'offre et la demande sur le marché. Par construction, les politiques de bilan visent à influencer les prix et rendements de titres ou de segments spécifiques des marchés – via la prime de terme. Les banques centrales doivent donc atteindre un compromis entre le coût des distorsions, interférant alors avec l'allocation optimale des ressources et les décisions d'épargne et d'investissement que leurs politiques de bilan peuvent induire (Pfister et Valla, 2015), et la réalisation de leurs objectifs de politique économique (e.g., la réduction de la fragmentation financière).

Cependant, dans le cas où les marchés financiers ne seraient pas efficients et seraient caractérisés par des imperfections, les politiques de bilan ne créeraient pas forcément davantage de distorsions mais aideraient à les atténuer. Le deuxième défi concerne donc la communication. Dans certaines circonstances, il pourrait être nécessaire de mettre en œuvre une augmentation du taux directeur à court terme – une décision perçue comme restrictive – tout en augmentant la taille du bilan – une décision perçue comme expansionniste. Si les banques centrales utilisent deux instruments, elles devront indiquer clairement comment elles les utilisent et dans quel but, afin d'éviter d'envoyer un signal confus sur l'orientation de la politique monétaire.

Le mandat des banques centrales ne doit pas être considéré comme un frein à l'introduction des politiques de bilan dans la liste des instruments de politique monétaire. De fait, la mise en œuvre de politiques de bilan n'est pas incompatible avec l'objectif de stabilité des prix. Les arguments développés dans cet article suggèrent en effet que ces politiques peuvent améliorer la transmission de la politique monétaire et donc la capacité des banques centrales à atteindre leur objectif final. Par ailleurs, la gestion des liquidités *via* le recours aux réserves excédentaires s'inscrit également dans les missions des banques centrales.

Le mandat de la BCE, défini dans le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne à l'article 127, paragraphe 1, souligne clairement la primauté de l'objectif de stabilité des prix par rapport à l'objectif de

croissance[16]. Cette hiérarchie explicite dans les objectifs de la politique monétaire de la BCE contraste avec le double mandat de la Réserve fédérale des États-Unis. Cependant, même sans double mandat explicite, Friedman (2008) considère que les banques centrales jouent un rôle tout aussi important pour assurer la stabilité des prix que pour assurer la croissance de la production. Même dans le cas de la BCE, le double mandat serait implicite. En pratique d'ailleurs, la BCE s'est toujours préoccupée à la fois de l'inflation et de la croissance. C'est en tout cas ce qui ressort des estimations du comportement de la BCE par des règles de Taylor. Castro (2011) a estimé de telles règles sur la période janvier 1999-décembre 2007 et constaté que la BCE avait réagi de manière significative à l'écart du taux d'inflation à une cible ainsi qu'à l'écart de production. Par ailleurs, dans le cadre de l'Union bancaire, la BCE est désormais également chargée de la supervision du système bancaire. Cette tâche supplémentaire rend donc la BCE responsable de la stabilité financière, au moyen de deux instruments : dans le cadre du mécanisme de supervision unique, la BCE dispose de pouvoirs de supervision micro-prudentielle sur les banques les plus « importantes » de la zone euro ; dans le cadre du mécanisme de résolution unique, la BCE peut organiser la défaillance d'une banque. On pourrait donc aisément affirmer que la BCE a *de facto* un triple mandat (Blot *et al.*, 2014) : inflation, croissance et stabilité financière.

Dans le cadre institutionnel actuel, il semble qu'il y ait une séparation entre la politique monétaire et la supervision financière, le premier outil visant la stabilité macroéconomique et le second ciblant la stabilité financière. Cependant, la stabilité financière et la stabilité macroéconomique sont étroitement liées, ce qui rend la distinction entre ces deux instruments artificielle[17]. En tant qu'institution indépendante, la BCE est libre de choisir les instruments les mieux adaptés pour atteindre ses objectifs. Par conséquent, elle pourrait bel et bien envisager d'utiliser les politiques de bilan de manière permanente si celles-ci s'avèrent efficaces pour poursuivre ses objectifs de stabilité, même en temps normal.

16. Le traité dispose en effet que 《 sans préjudice de l'objectif premier de stabilité des prix, le SEBC [Système européen de banques centrales] soutiendra les politiques générales de l'Union 》, y compris le 《 plein emploi 》 et une 《 croissance économique équilibrée 》.
17. Voir Smets (2014) et Blot *et al.* (2015) pour une analyse de ce lien.

Références

Adler G., P. Castro et C. Tovar, 2016, « Does Central Bank Capital Matter for Monetary Policy? », *Open Economies Review*, vol. 27, n° 1, pp. 183-205.

Bernanke B., 2009, *The Crisis and the Policy Response: Speech at the Stamp Lecture*, London, London School of Economics.

Bernanke B., 2016, « Should the Fed Keep its Balance Sheet Large? », *Brookings Blog*, 2 septembre.

Blot C. et Creel J., 2017, « Policy Decentralization at the ECB », European Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs, In-depth analysis, Directorate General For Internal Policies Policy Department A, *Economic And Scientific Policy*, septembre.

Blot C., Creel J., Hubert P. et F. Labondance, 2014, « Dealing with the ECB's Triple Mandate? », *Revue de l'OFCE*, n° 134, pp. 163-173.

Blot C., J. Creel, P. Hubert, F. Labondance et F. Saraceno, 2015, « Assessing the Link Between Price and Financial Stability », *Journal of Financial Stability*, n° 16, pp. 71-88.

Brunnermeier M. et L. Pedersen, 2009, « Market Liquidity and Funding Liquidity », *Review of Financial Studies*, 22, pp. 2201-2238.

Carlson M., B. Duygan-Bump, F. Natalucci, B. Nelson, M. Ochoa, J. Stein et S. Van den Heuvela, 2016, « The Demand for Short-Term, Safe Assets and Financial Stability: Some Evidence and Implications for Central Bank Policies », *International Journal of Central Banking*, vol. 12, n° 4, pp. 307-333.

Castro V., 2011, « Can Central Banks' Monetary Policy be Described by a Linear Augmented Taylor Rule or by a Non-linear Rule? », *Journal of Financial Stability*, vol. 7, n° 4, pp. 228-246.

Cúrdia V. et M. Woodford, 2011, « The Central Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy », *Journal of Monetary Economics*, vol. 58, n° 1, pp. 54-79.

Duffie D. et A. Krishnamurthy, 2016, « Passthrough Efficiency in the Fed's New Monetary Policy Setting », dans Richard A. Babson (ed.), *Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future*, A Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 25-27 août, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Friedman B. M., 2008, « Why a Dual Mandate is Right for Monetary Policy », *International Finance*, vol. 11, n° 2, pp. 153-165.

Friedman B. M., 2015, « Has the Financial Crisis Permanently Changed the Practice of Monetary Policy? Has it Changed the Theory of Monetary Policy? », *The Manchester School*, vol. 83, S1, pp. 5-19.

Golec P. et E. Perotti, 2017, « Safe Assets: A Review », *ECB Working Paper*, n° 2035.

Gorton G. et A. Metrick, 2012, « Securitized Banking and the Run on Repo », *Journal of Financial Economics*, n° 104, pp. 425-451.

Greenwood R., S. G. Hanson et J. Stein, 2016, *The Federal Reserve's Balance Sheet as a Financial-Stability Tool*, Jackson Hole Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Krishnamurthy A. et A. Vissing-Jorgensen, 2012, « The Aggregate Demand for Treasury Debt », *Journal of Political Economy*, n° 120, pp. 233-267.

Pfister C. et N. Valla, 2015, « Les politiques monétaires non-conventionnelles », in *L'économie mondiale 2016*, La Découverte, pp. 40-56.

Quint M. D. et Rabanal M. P., 2017, « Should Unconventional Monetary Policies Become Conventional? », *Bundesbank Discussion Paper,* n° 28.

Reis R., 2017, « QE in the Future: The Central Bank's Balance Sheet in a Fiscal Crisis », *IMF Economic Review*, vol. 65, n° 1, pp. 71-112.

Smets F., 2014, « Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked? », *International Journal of Central Banking*, vol. 10, n° 2, pp. 263-300.

Woodford M., 2016, « Quantitative Easing and Financial Stability », *NBER Working Paper*, n° 22285.

L'UNION BANCAIRE FACE AU DÉFI DES PRÊTS NON PERFORMANTS[1]

Céline Antonin, Sandrine Levasseur, Vincent Touzé
Sciences Po, OFCE

À ce jour, la mise en place du troisième pilier de l'Union bancaire, à savoir la création d'une assurance européenne des dépôts, est bloquée. Certains pays – à l'instar de l'Allemagne ou des Pays-Bas – arguent en effet que le risque de défaut bancaire est encore trop hétérogène en zone euro pour permettre une mutualisation des garanties de dépôts.

Notre article s'intéresse à la façon de résoudre le « problème » des prêts non performants (PNP) afin de sortir de cette impasse et d'achever enfin l'Union bancaire. L'achèvement de celle-ci est crucial pour restaurer la confiance et permettre l'émergence d'un marché bancaire intégré.

Notre état des lieux montre que :

1) Les PNP atteignent encore des niveaux inquiétants dans certains pays. La situation est alarmante pour Chypre et la Grèce où les PNP nets des provisions représentent plus de 20 % du PIB tandis que la situation est « seulement » préoccupante pour la Slovénie, l'Irlande, l'Italie et le Portugal où les PNP nets des provisions sont compris entre 5 et 8 % du PIB ;
2) Au total, fin 2017, le montant de PNP non provisionné pour la zone euro s'établissait à 395 milliards d'euros, soit l'équivalent de 3,5 % du PIB de la zone euro. Considéré à cette dernière échelle, le « problème » des PNP non provisionnés apparaît donc plus modeste.

Au-delà des solutions privées consistant en abandon de créances, provisionnement, titrisation et création de bad banks, nous concluons que ce sont les autorités publiques au niveau européen qui disposent in fine des moyens d'action les plus importants. Leurs leviers sont multiples : ils incluent la définition du cadre réglementaire et institutionnel, la supervision par la BCE qui pourrait être étendue à davantage de banques, sans oublier les politiques monétaire et budgétaire au niveau de la zone euro qui pourraient être mobilisées pour acheter des créances douteuses ou entrer au capital de banques en situation de détresse financière.

Mots clés : Union bancaire, prêts non performants, banques, intégration européenne.

1. Les auteurs remercient Ilona Hogg, stagiaire à l'OFCE, pour son assistance statistique ainsi que les rapporteurs de la *Revue de l'OFCE* pour leurs remarques pertinentes et constructives.

La crise financière de 2008 a été déclenchée par des défaillances en série sur les emprunts hypothécaires risqués, les fameux crédits *subprime*. Elle a révélé la fragilité d'un édifice financier mondial bâti sur des instruments de couverture supposés en théorie protéger les investisseurs, mais incapables en pratique de les assurer contre un choc systémique, par essence non mutualisable. Les conséquences récessives sur les économies nationales ont alors mis en difficulté de nombreux acteurs économiques privés, voire publics, qui n'ont plus été en mesure de faire face à leurs remboursements d'emprunt.

Dans la zone euro, le modèle économique semble avoir changé de façon durable avec une croissance et une inflation restées en moyenne à des niveaux plus faibles que ceux observés avant la crise. En conséquence, dix ans plus tard, la capacité de certains ménages, entreprises ou même États à rembourser leurs emprunts demeure problématique. Le poids des créances douteuses, ou « prêts non performants » pour reprendre la terminologie anglo-saxonne, a mécaniquement gonflé jusqu'à atteindre des niveaux jugés élevés et préoccupants en Grèce, à Chypre, en Italie et au Portugal.

L'une des explications à cet enlisement économique est que la crise a engendré des pertes financières dont une partie n'a pas encore été bien évaluée. Ces incertitudes sur la valeur réelle de certaines créances privées et publiques ont alimenté et alimentent encore aujourd'hui une méfiance en Europe : l'État grec n'a jusqu'à présent pas été en mesure de se refinancer à long terme sur les marchés ; les systèmes bancaires se sont fragmentés avec peu de prêts transfrontaliers (Colangelo *et al.*, 2016). Un tel climat n'est pas propice au financement partagé d'un avenir commun. Le projet européen est en souffrance, et partout s'observe une montée des populismes qui mélange rejet de l'Europe et défiance vis-à-vis des élites économiques et financières. Sortir de la crise nécessiterait notamment de clore le chapitre des créances douteuses et, pour cela, de les évaluer correctement afin de les intégrer définitivement en pertes exceptionnelles. Reste toutefois à savoir comment procéder *concrètement*.

Au niveau européen, l'enlisement est également de nature institutionnelle. Entrée en vigueur en novembre 2014, l'Union bancaire n'est toujours pas achevée. Cette Union repose sur trois piliers : (1) la Banque centrale européenne est le superviseur bancaire unique des grandes banques ; (2) un mécanisme de résolution unique (MRU)

prévoit et organise le redressement ou la liquidation d'une banque en difficulté ; (3) la garantie des dépôts est mutualisée par un système d'assurance européen[2]. Certes, depuis l'entrée en vigueur de l'Union bancaire, la BCE assume son rôle de superviseur unique. En outre, le MRU est activé depuis janvier 2016 : les États n'ont plus la latitude de renflouer les banques nationales en difficulté (fin du *bail-out*), le renflouement interne (*bail-in*) est privilégié et un fonds de résolution unique (FRU) a été progressivement mis en place. A l'instar du FRU, le troisième pilier devait aussi monter en puissance entre 2017 et 2024. Cependant, le processus est actuellement bloqué, notamment par l'Allemagne et les Pays-Bas[3] qui considèrent qu'on ne peut mutualiser des garanties de dépôts alors que le risque de défaut bancaire est encore très hétérogène en Europe. Si le problème des PNP est moins prégnant aujourd'hui qu'il y a quelques années, il n'en demeure pas moins vrai que des progrès doivent encore être réalisés en matière d'apurement des bilans bancaires.

Cet article s'intéresse à la façon de traiter les prêts non performants (PNP) pour parvenir à l'achèvement de l'Union bancaire. Notre réflexion est guidée par l'idée suivante : le retour de la confiance, liée pour une large part au bon fonctionnement du système bancaire européen, est une fin en soi et l'analyse des engagements financiers entre nations doit aussi intégrer les gains de croissance induits par un retour de la confiance. Notre étude montre que le poids macroéconomique des PNP est certes élevé en comparaison du PIB des économies les plus vulnérables mais que, ramené au PIB européen, le montant non provisionné de ces créances douteuses est marginal. Des solutions existent au niveau national et au niveau européen pour permettre aux banques d'apurer leurs comptes. Elles devraient permettre mécaniquement de réduire l'exposition des banques. Toutefois, elles pourraient se révéler insuffisantes, et ainsi amener l'Europe à étendre son soutien et à proposer une mutualisation *ex post*.

L'article est organisé en quatre parties. Dans la partie 1, nous procédons à un état des lieux des créances douteuses et considérons pour cela le poids des PNP et le niveau du provisionnement dans la zone euro, laquelle constitue le champ d'applicabilité de l'Union bancaire[4].

---

2. Voir Antonin *et al.* (2017) pour une présentation détaillée des trois piliers. Plus généralement, voir Véron (2015) sur le processus ayant mené à la mise en place de l'Union bancaire.
3. *La Tribune*, Union bancaire : le fonds européen de garantie des dépôts fait débat, 25/03/2016; La Tribune, Pourquoi l'Allemagne refuse le dernier pilier de l'Union bancaire, 11/09/2015.

Nous discutons ensuite des réponses privées possibles pour traiter la question des PNP (partie 2), puis des outils d'action publique pouvant être mobilisés au niveau national et au niveau européen (partie 3). La partie 4 conclut sur une stratégie d'achèvement de l'Union bancaire.

1. Prêts non performants : un état des lieux

La détention de prêts non performants a deux conséquences pour une banque :

1) Quand un prêt n'est pas ou plus remboursé, la banque doit passer des provisions (obligation comptable) et mettre de côté potentiellement davantage de fonds propres (obligation réglementaire), ce qui réduit sa capacité à fournir de nouveaux prêts ;
2) Lorsque le montant des créances douteuses est trop élevé, la rentabilité de la banque est diminuée, ce qui peut lui poser des problèmes de survie économique et nuire à la confiance que lui accordent ses partenaires financiers.

En pratique, évaluer l'ampleur des prêts non performants (PNP) pose deux difficultés. Il faut :

1) Donner une définition commune de ce qui caractérise un crédit défaillant ;
2) Mesurer la valeur financière des PNP, la banque pouvant recourir à une méthode interne, où elle développe son propre modèle d'évaluation de la valeur comptable des prêts défaillants, ou à une évaluation externe par laquelle les marchés *via* des investisseurs intéressés par une diversification du risque évaluent la valeur de rachat de ces crédits.

Dans le cadre d'une évaluation comparative au niveau européen, définir le concept de PNP est important puisque cela permet de mesurer le stock de crédits présentant un risque élevé de défaut partiel ou total.

Même si la notion de PNP renvoie au concept simple de défaut de paiement, sa mesure peut varier non seulement entre les pays, d'une banque à l'autre, mais aussi dans le temps. En 2014, l'Autorité bancaire européenne (ABE) a publié un document, intitulé *Implementing technical standards on supervisory reporting on forbearance and non-performing exposures,* en vue d'harmoniser le concept de créance

4. Pour les pays de l'Union européenne non membres de la zone euro, l'appartenance à l'Union bancaire n'est pas obligatoire.

douteuse au niveau européen. Dans ce document, une créance est jugée douteuse dès lors qu'elle a connu un retard de paiement supérieur à 90 jours. Toutefois, les banques peuvent accorder des dérogations à leurs clients en difficulté, ce qui revient à une restructuration de la créance (*forbearance exposure*) et à supprimer le défaut de paiement initial. De façon plus large, l'ABE qualifie de *non performing exposure* toute créance douteuse y compris, pendant une année, celle ayant donné lieu à une restructuration, et y compris les créances requalifiées *forborne* en situation de risque ou d'impayés depuis plus de 30 jours. Les créances *forbearance exposure* sont qualifiées pendant une durée de deux ans de *forborne* après un an sans incident de paiement. À l'issue de cette période probatoire de deux ans, le crédit peut être requalifié de *performing* si toutes les conditions de remboursement du prêt ont été respectées.

Il est important de noter que cette définition commune des PNP n'appréhende qu'un aspect de la qualité des actifs bancaires. Il y a une forte hétérogénéité entre les PNP ainsi définis. Certains ne seront jamais remboursés tandis que d'autres seront plus facilement recouvrables. Certains sont adossés à des actifs tangibles (immobilier, machines, …), d'autres non (biens de consommation). De plus, parmi les crédits « performants », certains sont aussi susceptibles de devenir un jour « non performants ».

Lorsqu'un prêt devient non performant, la probabilité que ce dernier ne soit pas intégralement honoré est forte. Lorsqu'une banque anticipe une perte, elle l'évalue et elle provisionne. On notera que le niveau des provisionnements des banques est un indice de qualité des PNP : un plus faible provisionnement signifie que les PNP sont en moyenne moins risqués. Cependant, en pratique, les banques pourraient avoir des appréciations différentes de PNP *a priori* de même qualité, d'où l'importance d'avoir une règle commune. Récemment, la BCE s'est montrée très empressée (*infra*) pour renforcer ses exigences sur les provisions bancaires attendues et pour obliger les banques à s'expliquer sur la différence entre leurs provisions et les provisions recommandées par la BCE. Cela démontre que la BCE doute du caractère suffisant des provisions déjà réalisées.

Au niveau macroéconomique, les informations disponibles sur les pertes bancaires liées aux PNP sont les montants officiellement provisionnés par les banques. Dans cette section, nous présentons donc une mesure agrégée de l'ampleur des PNP à partir du montant total des

crédits concernés et des montants provisionnés pour perte. Le montant résiduel donne alors une évaluation du montant supplémentaire *maximal* à provisionner pour résoudre la question des PNP.

À partir des données publiées par l'ABE, les tableaux 1 à 3 présentent une évaluation globale des PNP en zone euro. Le tableau 1 évalue fin 2017 les encours de prêts par pays et ventile les PNP en montants provisionnés et non provisionnés. Le tableau 2 fournit les mêmes informations que le tableau 1 mais rapportées au PIB national. Le tableau 3 présente des taux de non-performance sur les encours de crédits et les taux de provisionnement réalisés sur les PNP.

Fin 2017, le montant total des crédits dans la zone euro s'élevait à 14 864 milliards d'euros. Sur ces crédits, environ 4,9 % ont été déclarés comme non performants, pour un montant de 730 milliards d'euros. Les banques européennes ont provisionné en moyenne 46 % des PNP, soit 335 milliards d'euros. Le solde de PNP qui n'a pas été provisionné est donc de 395 milliards d'euros (tableau 1).

L'exposition d'un pays au risque bancaire se mesure à deux niveaux. D'abord, au niveau du secteur bancaire, il s'agit de voir quels pays présentent un taux de PNP élevé sur les crédits. Ensuite, le risque bancaire doit être confronté au revenu national. Le poids national du risque bancaire va dépendre de deux facteurs : l'importance du financement bancaire dans l'économie, mesurée par le ratio encours de crédits sur PIB, et le taux de PNP sur les crédits[5].

Dans la zone euro, deux pays présentent une situation alarmante en termes de prêts non performants : Chypre et la Grèce, avec des taux de PNP de respectivement 38,9 et 44,9 %. Avec des taux de provisionnement de respectivement 45 et 46,9 %, le résiduel non provisionné est ramené à 21,4 et 23,9 % (tableau 3). On trouve ensuite un groupe de pays dans une situation préoccupante avec des taux de non performance supérieurs à 10 % : la Slovénie (10,5 %), l'Irlande (10,4 %), l'Italie (11,1 %) et le Portugal (10,5 %). Avec un taux de provisionnement élevé (de 62,9 %), la Slovénie ramène son taux de défaut à 3,9 %. Pour les autres, le taux de PNP net du provisionnement reste supérieur à 5 % : il est de 5,5 % en Italie, 7,4 % en Irlande et 7,8 % au Portugal. Dans les pays restants de la zone euro, le taux de défaut apparaît faible.

5. À noter que les crédits étant calculés sur une base consolidée, ils intègrent aussi les crédits accordés par les filiales étrangères. En zone euro, plus de 85 % de l'actif bancaire est détenu par des banques domestiques (Antonin *et al.*, 2017).

Les banques ont un poids important dans l'économie de certains pays de la zone euro. Ainsi, le ratio encours de crédit sur PIB avoisine ou est supérieur à 200 % à Chypre, en Espagne, en France, au Luxembourg et aux Pays-Bas. Dans d'autres pays, le poids de l'activité de crédit est plus modéré : il se situe entre 90,1 % (Estonie) et 150,9 % (Belgique). Outre ces deux pays qui définissent la fourchette haute et basse, on y trouve aussi l'Autriche, la Grèce, l'Italie, le Portugal et Malte. Enfin, dans les autres pays, le poids de l'activité de crédit est très faible et se situe entre 37,7 % pour la Lettonie et 78,9 % pour l'Allemagne. Dans ce groupe, on trouve également la Finlande, l'Irlande, la Lituanie, la Slovaquie et la Slovénie.

Tableau 1. Encours de crédits en zone euro (fin 2017)

En milliards d'euros

	Total des crédits	Prêts non performants (PNP)	Provisions sur PNP	Non provisionnés
Allemagne	2 573,3	49,6	19,5	30,1
Autriche	470,7	17,3	9,1	8,2
Belgique	659,8	17,4	7,5	9,9
Chypre	43,4	16,8	7,6	9,3
Espagne	2 347,0	106,2	44,5	61,7
Estonie	20,7	0,4	0,1	0,3
Finlande	145,4	2,2	0,6	1,6
France	4 396,2	135,5	69,1	66,3
Grèce	224,4	100,8	47,2	53,6
Irlande	219,5	22,9	6,7	16,2
Italie	1 677,6	186,7	94,4	92,3
Lituanie	21,3	0,6	0,2	0,4
Luxembourg	144,7	1,0	0,5	0,6
Lettonie	10,1	0,2	0,1	0,2
Malte	14,2	0,5	0,2	0,3
Pays-Bas	1 639,9	38,3	11,2	27,2
Portugal	201,4	30,7	14,9	15,8
Slovaquie	37,1	1,3	0,8	0,5
Slovénie	17,5	1,8	1,2	0,7
Zone euro	14 864,1	730,3	335,3	395,0

Note : Total crédit = « Total Loans and advances (gross carrying amount) », Prêts non performants (PNP) = « Non-performing loans », Provision sur PNP = « Coverage ratio x NPL ».
Source : Calculs des auteurs d'après l'EBA.

Si on croise le poids des activités de crédit avec les taux de PNP, Chypre et la Grèce présentent toujours une situation alarmante avec un montant non provisionné des PNP qui représentent respectivement

Tableau 2. Poids des crédits dans le PIB (fin 2017)

en % du PIB	Total crédit	Prêts non performants (PNP)	Provisions	Non provisionnés
Allemagne	78,9	1,5	0,6	0,9
Autriche	127,3	4,7	2,5	2,2
Belgique	150,9	4,0	1,7	2,3
Chypre	225,7	87,7	39,4	48,2
Espagne	201,7	9,1	3,8	5,3
Estonie	90,1	1,6	0,4	1,2
Finlande	64,9	1,0	0,3	0,7
France	191,8	5,9	3,0	2,9
Grèce	126,3	56,7	26,6	30,1
Irlande	74,1	7,7	2,3	5,5
Italie	97,7	10,9	5,5	5,4
Lituanie	51,0	1,5	0,4	1,0
Luxembourg	261,3	1,9	0,8	1,0
Lettonie	37,7	0,9	0,3	0,6
Malte	127,9	4,5	1,6	2,9
Pays-Bas	222,5	5,2	1,5	3,7
Portugal	104,3	15,9	7,7	8,2
Slovaquie	43,6	1,5	0,9	0,6
Slovénie	40,4	4,2	2,7	1,6
Zone euro	133,0	6,5	3,0	3,5

Sources : calculs des auteurs d'après l'EBA.

48,2 % et 30,1 % du PIB (tableau 2). Les PNP non provisionnés avoisinent les 5,5 % du PIB en Irlande et en Italie et dépassent légèrement les 8 % au Portugal. Ces montants non provisionnés de PNP donnent une approximation de l'ampleur maximale de fonds propres potentiellement nécessaires pour résoudre la question des PNP. Alors qu'un traitement national de la question des PNP semble difficilement envisageable pour Chypre et la Grèce, des efforts nationaux semblent encore possibles en Italie, en Irlande et au Portugal. En particulier, l'Irlande et l'Italie, avec des excédents courants de respectivement 8,5 % et 2,8 % du PIB en 2017, disposent d'une épargne nationale très nettement supérieure à leur besoin de financement domestique, ce qui signifie qu'une partie de cette richesse excédentaire pourrait être naturellement investie dans leur système bancaire. Si on ramène l'ensemble des problèmes de PNP à une vision zone euro, l'ampleur du phénomène semble relativement faible avec un montant non provisionné de seule-

ment 3,5 % du PIB. À titre de comparaison, la zone euro affichait un compte courant excédentaire de 4 % de son PIB en 2017.

Tableau 3. Taux de prêts non performants et taux de provision (fin 2017)

	Prêts non performants (en % des crédits)	Provisions (en % des PNP)	PNP net de provision (en % des crédits)
Allemagne	1,9	39,3	1,2
Autriche	3,7	52,7	1,7
Belgique	2,6	43,0	1,5
Chypre	38,9	45,0	21,4
Espagne	4,5	41,9	2,6
Estonie	1,7	23,4	1,3
Finlande	1,5	27,3	1,1
France	3,1	51,0	1,5
Grèce	44,9	46,9	23,9
Irlande	10,4	29,4	7,4
Italie	11,1	50,6	5,5
Lituanie	2,8	29,2	2,0
Luxembourg	0,7	43,9	0,4
Lettonie	2,3	32,4	1,6
Malte	3,5	35,7	2,3
Pays-Bas	2,3	29,1	1,7
Portugal	15,2	48,6	7,8
Slovaquie	3,4	59,8	1,4
Slovénie	10,5	62,9	3,9
Zone euro	4,9	45,9	2,7

Sources : calculs des auteurs d'après l'EBA.

2. Les principales réponses privées pour gérer les prêts non performants

Les banques qui détiennent des prêts non performants doivent gérer ce risque. Pour une banque, un PNP a logiquement une valeur comprise entre 0 et 100 % du montant nominal à rembourser[6]. Afin de mieux comprendre leur exposition, de respecter les obligations comp-

6. Pour un crédit renégociable ou à taux révisable à toute date, cette propriété est vraie. Cependant, pour un crédit non renégociable et à taux non révisable, la valeur du crédit peut être supérieure à 100 % dans la mesure où la baisse des taux d'intérêt permet à la banque de se refinancer à un coût inférieur au taux accordé.

tables, les banques évaluent le risque lié à la détention de PNP et donc la perte financière qui y est potentiellement associée. L'appréciation du risque signifie que la banque évalue de façon interne la valeur financière des PNP et qu'elle provisionne en fonction du montant estimé de la perte. Outre l'abandon de créance, sortir le risque du bilan peut se faire principalement de deux façons : par une vente des PNP sur le marché secondaire (pour l'essentiel au travers d'opérations de titrisation) ou par le recours à une structure de défaisance. Dans les deux cas, la valeur des PNP correspondra au prix que les investisseurs financiers sont prêts à payer, ce qui signifie que la valeur économique des PNP sera fournie par le marché et non par un modèle interne.

2.1. Le provisionnement

En prévision de la perte, les banques doivent tout d'abord provisionner en respectant les règles comptables IAS/IFRS (Humblot, 2018). Depuis le 1er janvier 2018, la valeur comptable des PNP est calculée dans le respect de la norme IFRS 9. Précédemment, il s'agissait de la norme IAS 39[7]. L'évaluation interne du montant de provisions repose sur le développement de modèles propres à chaque banque. La valeur comptable d'un PNP est obtenue en réalisant une somme actualisée de la valeur probable des remboursements futurs (Ciavoliello *et al.,* 2016). Outre la probabilité de remboursement, cette valeur dépend aussi des coûts de recouvrement[8]. Les modèles d'évaluation interne sont amenés à être contrôlés par la BCE. Celle-ci a notamment publié en 2017 un guide (mis à jour en mars 2018) sur les modèles internes qui explique comment en sa qualité de régulateur, elle interprète la loi européenne. En septembre 2018, elle a complété ce guide par une note d'explication sur sa façon de conduire des inspections de contrôle des modèles internes. L'objectif de ces deux notices pour la BCE est de s'assurer que les banques « appliquent les règles sur les modèles internes de façon cohérente ».

7. IAS39 est une approche de type « dépréciation pour perte subie » (on provisionne quand un crédit est devenu non performant) tandis que IFRS 9 est une approche de type « perte anticipée de crédit », ce qui signifie que la banque provisionne aussi sur des prêts performants puisque leur probabilité de devenir non performants est positive. Quand un prêt devient non performant, les calculs de provisionnement avec IFRS 9 et IAS39 sont assez proches.

8. Des mesures sur l'aptitude d'une banque à recouvrer un crédit défaillant sont notamment disponibles lors des titrisations des PNP. Ces éléments de valorisation sont discutés dans l'annexe de l'article.

Les banques sont aussi encouragées à provisionner pour des raisons prudentielles. Le concept de provisionnement prudentiel a été introduit par la BCE dans son *addendum* de mars 2018 où elle a formulé des attentes prudentielles portant sur l'ensemble des PNP (*anciens* et *nouveaux* PNP). En tant que superviseur des grandes banques (*cf.* le premier pilier de l'Union bancaire), la BCE cherche à proposer des mesures préventives mais qui ne sont pas contraignantes juridiquement et qui ne concernent que les banques sous sa supervision. Les attentes prudentielles de la BCE doivent être distinguées des propositions de la Commission européenne formulées également en mars 2018. En effet, ces dernières ne concernent que les *nouveaux* prêts accordés par les banques de l'UE qui deviendraient non performants. N'ayant pas encore été adoptées par le Parlement européen, ces propositions ne sont pas encore effectives.

Pour des prêts non sécurisés, les attentes de la BCE et les propositions de la Commission européenne sont similaires : une provision de 100 % est attendue la deuxième année qui suit la classification du prêt comme « non performant ». Pour des prêts sécurisés (tableau 4), des différences subsistent : les attentes de la BCE sont nettement plus exigeantes que les propositions de la Commission européenne dès la 3e année : une provision de 40 % est attendue contre 17,5 % pour la Commission.

Tableau 4. Prêt sécurisé : provision attendue en fonction du nombre d'années de « non-performance »

En %

Nombre d'années de « non-performance »	Attentes de la BCE	Proposition de la Commission européenne
1		5
2		10
3	40	17,5
4	55	27,5
5	70	40
6	85	55
7	100	75
8	100	100

Source : BCE, Commission européenne, Humblot (2018).

Le chiffrage macroéconomique donné dans les tableaux 1 à 3 fournit un ordre de grandeur des pertes déjà provisionnées par les banques. La question qui se pose est évidemment de savoir si les banques ont suffi-

samment provisionné au sens comptable (différence entre une valeur résiduelle réaliste de la capacité de remboursement du prêt et le capital restant dû) ou au sens prudentiel (application des attentes).

2.2. La titrisation[9]

Pour sortir le risque du bilan et le passer en perte définitive, les banques peuvent titriser leurs portefeuilles de créances douteuses. Cet outil a le mérite d'afficher une perte réelle, qui ne peut être révisée à la baisse pour la partie des montants de PNP titrisés. La titrisation permet aux banques de libérer du capital réglementaire utilisé pour garantir de nouveaux crédits (Commission européenne, 2015). Le produit de la vente de PNP apporte aussi des liquidités à la banque. Toutefois, l'enregistrement de pertes supplémentaires (montant supérieur à la provision) peut induire des besoins de recapitalisation dès lors que les ratios prudentiels ne sont plus satisfaits.

La titrisation de base repose sur une technique financière qui consiste à vendre les PNP sur le marché secondaire à des investisseurs en transformant ces créances illiquides, à travers un véhicule de titrisation, en titres financiers émis, facilement échangeables et donc liquides sur le marché des capitaux. Le véhicule de titrisation apparaît comme un fonds hors bilan qui est juridiquement indépendant du cédant. Il achète un ensemble de créances bancaires avec différentes qualités de risque à la banque cédante et vend son passif sous forme de parts à des investisseurs financiers institutionnels (fonds de pension, compagnies d'assurance, *hedge funds*, etc.). Dans ce cas, la banque continue à gérer le crédit, mais n'en supporte plus le risque : il s'agit de titrisation traditionnelle. Dans le cas de titrisation synthétique, le crédit reste dans le bilan de la banque émettrice et le transfert de risque, sans transfert d'actifs, est réalisé grâce à un dérivé de crédit.

Souvent le portefeuille est structuré en tranches (de plus ou moins grande séniorité) de dettes adossées au portefeuille de créances. Cette structuration a pour objectif d'accorder la note triple A à la tranche la plus senior et d'en maximiser le volume. Une agence de notation est mobilisée pour estimer le risque. La structuration en tranches est supposée améliorer l'évaluation par le marché des créances titrisées (EBA, 2016 ; Banque d'Angleterre, 2014 et BCE, 2014).

9. Le lecteur intéressé par davantage de détails sur la titrisation des PNP pourra consulter Antonin *et al.* (2016).

Plusieurs facteurs concourent à une valorisation (*pricing*) plus ou moins élevée des PNP dans le cadre d'une titrisation ou, plus généralement, d'une vente sur un marché secondaire : la qualité des crédits évaluée par l'existence ou non d'une garantie, la vitesse de résolution des incidents de paiement, etc. (voir annexe). Par ailleurs, dans le cadre d'une titrisation, les problèmes de recouvrement sont exacerbés en raison de la dilution des droits de propriété.

En zone euro, les marchés secondaires de PNP les plus actifs se trouvent en Italie, en Grèce, au Portugal et en Espagne. En 2017, les cessions de PNP ont atteint un peu plus de 70 milliards d'euros en Italie (AFME, 2017), ce qui a permis de réduire l'encours de PNP de 250 à 180 milliards d'euros.

La Directive européenne « STS » de décembre 2017 vise à favoriser le développement de la titrisation, notamment des PNP, tout en assurant un cadre « Simple, transparent et standardisé » de façon à éviter une nouvelle crise des crédits *subprime*. L'objet recherché au travers de la titrisation traditionnelle est d'offrir aux banques des sources de financement alternatives tout en minimisant le risque bancaire.

La valorisation par les marchés des PNP (ou *pricing*) est une question importante mais pour laquelle on dispose de très peu de données ou alors des données éparses peu comparables entre elles. De façon générale, les PNP font l'objet d'un *discount* important : la vente des PNP s'établit à un prix compris entre 10 et 50 % de leur valeur nominale initiale (EBA, 2016). Il est probable que les acheteurs de PNP sur le marché secondaire (essentiellement des compagnies d'assurance, des fonds de pensions et des *hedge funds*) aient des exigences de taux de rendement interne (TRI) élevé, ce qui nécessite d'acheter les PNP à bas prix pour en faire un investissement rentable. À titre d'exemple, Ciavoliello *et al.* (2016) montrent que pour une valorisation des PNP par la banque de 40 % (valeur approchée par 100 % moins un taux de provisionnement de 60 %), l'investisseur serait prêt à payer les PNP aux alentours de 24 % de leur valeur faciale pour un TRI de 15 %. Pour un TRI de 25 %, le *pricing* de l'investisseur tombe à moins de 16,5 %. Lorsque les PNP sont vendus à une structure de défaisance, il est probable que le TRI implicite soit davantage aligné sur celui de la banque, évalué à environ 4 % (voir Ciavoliello *et al.*, 2016, pour les détails et hypothèses du chiffrage).

La principale limite de la titrisation des PNP est celle de la taille du marché. Dans un contexte où il y aurait peu d'acheteurs et une masse

élevée de titres vendus dans l'urgence et sous la pression du régulateur, le risque est celui d'une forte sous-valorisation qui se traduirait par d'inutiles pertes supplémentaires pour les banques.

2.3. Structures de défaisance (*bad banks*)[10]

Le recours à une structure de défaisance est l'ultime recours pour apurer le bilan d'une banque. Ces structures sont mises en place à la suite d'une décision publique qui cherche à préserver l'intérêt économique d'une activité bancaire en évacuant du bilan les actifs les plus risqués. Un risque de renflouement interne apparaît dès lors que la vente des actifs risqués n'est pas suffisante pour garantir l'équilibre entre la valeur de l'actif et celle du passif.

Une structure de défaisance est une société de gestion d'actifs (SGA) qui acquiert et gère les PNP. Des actifs non stratégiques ou des portefeuilles à faible risque peuvent également être inclus dans la structure de défaisance. Une telle pratique permet de pouvoir donner un prix à l'actif (BCE, 2013).

La structure est interne ou externe à la banque. Dans le cas d'une externalisation, la banque transfère les actifs du bilan vers une entité juridiquement séparée. Le capital de ces structures est public, privé ou mixte. Il dépend de la législation et, sauf accord européen particulier, les États ne peuvent plus renflouer leur banque en achetant à un prix non réaliste des PNP.

Depuis la crise de 2008, de nombreuses structures de défaisance ont été mises en place. Ainsi, 15 SGA ont été créées dans 12 pays européens entre 2008-2014, pour venir au secours de 37 banques en difficulté (Gandrud et Hallerberg, 2014). Les SGA publiques ont évolué à la suite de la réglementation européenne pour devenir des SGA à capitaux privés faiblement majoritaires[11].

La valorisation des PNP dans le cadre des structures de défaisance fait généralement apparaître un *pricing* supérieur à celui observé dans le cadre d'opérations de titrisation. Un effet de composition pourrait jouer puisque ce sont généralement des PNP dont la probabilité de recouvrement est jugée faible qui sont titrisés, les « meilleurs » PNP étant plutôt vendus à une structure de défaisance. Une meilleure valori-

10. Le lecteur intéressé par davantage de détails sur les structures de défaisance pourra consulter Antonin *et al.* (2016).
11. Voir Cerrutti (2018) pour une comparaison internationale des SGA.

sation en passant par une structure de défaisance pourrait aussi signifier que l'État, en tant qu'acheteur de PNP, est plus « optimiste » que le marché ou qu'il « maquillerait » une opération de *bail-out* en achetant à un prix élevé des PNP de faible qualité. Un partenariat public/privé lors d'un rachat de PNP est une façon de garantir une certaine objectivité de marché dans la valorisation.

3. Quelle place pour l'action publique ?

3.1. Au niveau national

Au niveau national, le champ de l'action publique est devenu extrêmement limité avec l'adoption de l'Union bancaire. Désormais, le traitement des banques en difficulté est examiné par un comité de résolution unique (CRU) après avoir été saisi par le superviseur unique (BCE).

Un État peut entrer au capital des structures de défaisance, mais seulement en partenariat avec des investisseurs privés, ce qui signifie que l'appréciation de la valeur a été réalisée objectivement et préalablement par le marché (*infra*).

Un État peut aussi apporter sa garantie à des banques sous réserve d'obtenir un accord de Bruxelles. En vertu du deuxième pilier de l'Union bancaire, la garantie ne doit pas s'apparenter à un « bail-*out* » déguisé. La question s'est récemment posée en Italie. Fin 2015, la recapitalisation pour sauver quatre petites banques (pour un montant d'environ 100 millions d'euros) par le secteur privé a été insuffisante. Une requête a alors été formulée par le gouvernement italien auprès de la Commission européenne. Dans sa requête, ce dernier a exprimé son souhait d'apporter des garanties d'État aux nouveaux produits titrisés incorporant des prêts non performants, et demandé que ces garanties contingentes soient considérées comme telles et non comme des aides d'État. En juillet 2016, la Commission a accédé à la demande italienne, considérant comme faible le risque d'activation de la garantie publique.

En cas de défaut bancaire majeur avec des conséquences nationales, un État doit à tout prix éviter la panique bancaire. La création de l'Union bancaire et la mission macroprudentielle confiée à la BCE sont censées limiter, voire élimer ce risque. Avant l'Union bancaire, en mars 2013, le gouvernement chypriote a dû accepter le sauvetage de ses deux banques par l'UE et le FMI avec en contrepartie une mise à contri-

bution des dépôts supérieurs à 100 000 euros, des actionnaires et des créanciers (juniors et seniors). Pour éviter une panique, le gouvernement a mis en place un contrôle des capitaux pendant deux ans. Ce contrôle limitait les paiements et virements vers l'étranger ainsi que les liquidités transportables lors d'un déplacement hors du territoire. En 2015, la question de la survie des banques grecques s'est également posée à la suite de l'absence d'accord avec l'Union européenne. Pour éviter une panique bancaire interne, le gouvernement a dû activer des mesures de fermeture temporaire des banques ainsi qu'une limitation des retraits bancaires. Pour éviter une sortie massive des capitaux, il a également mis en place un contrôle des capitaux. Ces mesures ont été, par la suite, progressivement allégées.

Les États peuvent faciliter ou encourager les banques à alléger leur bilan en modifiant les règles fiscales (Jassaud et Kang, 2015)[12]. De fait, le traitement fiscal peut affecter les politiques de provisionnement des banques, ce qui a un impact sur la gestion des prêts non performants (ABE, 2016). En particulier, permettre une forme de déductibilité peut créer des incitations à l'adoption plus rapide de réponses adaptées. Ainsi, en Italie, avant la modification de la loi en 2015, les pertes liées aux PNP étaient déductibles après 5 ans (et même après 18 ans jusqu'en 2013). Depuis, le nouveau régime prévoit une déductibilité intégrale et immédiate, de façon à inciter les banques à intégrer plus rapidement les pertes[13].

Le droit des contrats est un cadre dans lequel les États conservent une forte souveraineté. Les cadres réglementaires nationaux jouent un rôle important pour faciliter ou non la capacité des créanciers à recouvrir leur créance auprès du débiteur (Mesnard *et al.*, 2015 ; Perraudin, 2015). De façon générale, un ménage ne dispose pas du même droit à la faillite qu'une entreprise. Une personne physique est en principe recouvrable tant qu'elle est vivante et pour mettre fin aux poursuites judiciaires, il est souvent nécessaire de mettre en place des structures juridictionnelles spécifiques. Pour les entreprises en situation de défaut de paiement, le recours au droit à la faillite permet de protéger l'activité économique viable et de déterminer le montant des dettes qui ne seront plus recouvrables par les créanciers. L'amélioration des procédures extrajudiciaires et judiciaires peut permettre de réduire

12. Voir aussi *infra*.
13. Voir Jassaud et Kang (2015) sur les différents facteurs ayant concouru à l'augmentation du stock de PNP en Italie.

considérablement les délais pour obtenir des restructurations soutenables de dette, et donc augmenter la valeur des PNP.

3.2. Au niveau européen

Les instances publiques européennes peuvent agir à plusieurs niveaux :

— La BCE, outre la supervision bancaire, décide aussi de la politique monétaire à conduire, dont la pratique moins conventionnelle ces dernières années a permis de refinancer (apport de liquidité) les banques à des taux nominaux très faibles, voire implicitement négatifs[14] ;

— L'ABE surveille le risque bancaire et organise conjointement avec la BCE des tests de résistance (*stress tests*) qui permettent d'évaluer la capacité des grandes banques à résister à des chocs violents (forte baisse du PIB, chute du prix de l'immobilier, etc.) ;

— L'Eurogroupe réunit mensuellement les 19 ministres des Finances des pays de la zone euro et constitue *de facto* une instance-clé pour acter des décisions politiques majeures[15] ;

— La Commission européenne oriente l'évolution du droit bancaire européen en faisant des propositions et elle veille à son application. Son interprétation des textes régissant l'Union bancaire est essentielle ;

— Le Parlement européen vote les textes européens. Même si la Commission européenne possède le monopole de l'initiative législative, l'impulsion politique provient généralement d'une concertation en amont, à laquelle participent les États membres.

L'Union bancaire permet une plus grande transparence sur la solvabilité des banques grâce à une harmonisation de la définition des prêts non performants (depuis 2014).

La BCE, en tant que superviseur bancaire, a pour mission de vérifier la solvabilité des banques, et donc leurs éventuels besoins de recapitalisation pour des raisons réglementaires. Elle a été active pour

14. Les opérations de prêt de long terme (ou LTRO pour *Long Term Refinancing Operations*), l'arrêt de la stérilisation des titres de dettes achetés dans le cadre du SMP (*Securities Markets Program*) ainsi que les achats d'actifs adossés à des titres de créances (ou ABS pour *Asset Backed Securities*) sont autant de pratiques ayant permis à la BCE de soutenir les banques et, partant, l'économie réelle.

15. C'est d'ailleurs dans ce cadre informel que la création du Fonds européen de secours (FES), puis du Fonds européen de stabilité financière (FESF) a été décidée en 2010, puis 2011, en vue de renflouer les économies des pays en difficulté.

accompagner les banques dans la réduction du poids des PNP dans leur bilan. Dans son communiqué de presse du 11 juillet 2018, elle souligne d'ailleurs le bilan positif observé dans ce domaine : « Les travaux réalisés à ce jour ont permis de réaliser d'importants progrès dans la réduction des prêts non performants, le ratio des prêts non performants des établissements importants étant passé de 8 % en 2014 à 4,9 % au quatrième trimestre de 2017 ». Son action de surveillance a pu s'appuyer sur l'adoption d'une définition commune de la notion de PNP ainsi que la structuration d'un cadre commun pour mettre en place des modèles internes (BCE, 2017a) et traiter la question des PNP (BCE, 2017b).

En juillet 2018, la BCE a dû renoncer à sa volonté d'obliger les banques à provisionner plus fortement les PNP. Les recommandations de calcul (jusqu'à présent, non obligatoires) devaient être durcies en 2018 (tableau 4) et la BCE souhaitait que les banques appliquent ses consignes à la lettre. Des attentes prudentielles rendues obligatoires auraient pu conduire les banques des pays fortement exposés à se recapitaliser en urgence, ce qui aurait pu être problématique. Une telle perspective a incité le Parlement européen à intervenir. Ce dernier a jugé que l'injonction de la BCE pouvait s'assimiler à une forme de législation bancaire, ce qui n'est pas de son ressort mais celui du Parlement.

Les PNP ont pu conduire à des recapitalisations d'urgence touchant des banques de taille critique. Avant l'existence de l'Union bancaire, le problème a fait l'objet d'un traitement *ad hoc* par exemple en Espagne (*Banco Popular*, *Bankia*), en Irlande (*Allied Irish Banks*, *Bank of Ireland*) ou à Chypre. Après la mise en place de l'Union bancaire, d'autres recapitalisations ont eu lieu, cette fois de concert avec les instances européennes, par exemple en Italie où la recapitalisation préventive de *Monte dei Paschi di Sienna*, troisième banque du pays, apparaît comme un cas d'école[16]. La question qui se pose aujourd'hui est celle de savoir ce qui se passera si une banque majeure (par exemple, en Italie ou au Portugal) se trouve en situation de défaut. Conformément aux dispositions de l'Union bancaire, le CRU devra se réunir. Il examinera alors les différentes options de renflouement interne (*bail-in*) : mise à contribution des actionnaires (perte de leur droit de propriété) et ensuite, en fonction de leur niveau de séniorité, des détenteurs d'obligations

16. Sur le cas des banques italiennes, voir Antonin, « Italie : l'horizon semble s'éclaircir », *Blog de l'OFCE*, déc. 2017 ou Messori (2018), « Vers le nouveau rôle des banques en zone euro », dans cette revue.

émises par la banque. Le FRU pourra être mobilisé et les dépôts supérieurs à 100 000 euros pourront également être mis à contribution. Mais si ces actions ne sont pas suffisantes pour assurer le financement résiduel, en l'absence d'une garantie européenne des dépôts, comment faire[17] ?

4. Conclusion : quelle stratégie pour achever l'union bancaire ?

Les pays de la zone euro sont souverains, et les principes de subsidiarité et de responsabilité s'appliquent : chaque pays est maître et donc responsable de son destin national. Il y a peu de place pour la solidarité européenne malgré le fait que la monnaie unique ne permet plus d'user du taux de change pour traiter des problèmes de déséquilibres internes.

Pourtant, la présence d'importants PNP dans l'actif bancaire de certaines banques et leur possible survalorisation continuent à favoriser la défiance dans la zone euro, ce qui bloque en retour les relations interbancaires entre banques européennes. L'instance politique de la zone euro (l'Eurogroupe) devrait faire sien le principe général suivant : résoudre les problèmes bancaires à un niveau national peut engendrer des externalités positives pour l'ensemble de la zone euro.

Deux stratégies s'offrent aux décideurs politiques de la zone euro :

1) La première consiste à attendre que l'événement se produise puis à agir en fonction des opportunités du moment. Depuis le début de la crise, les décisions collectives européennes ont souvent suivi cette stratégie : des règles avec des principes forts sont initialement annoncées ; en pratique, il peut y avoir une souplesse dans l'interprétation des règles et de nouveaux modes d'actions collectives peuvent être adoptés ;
2) La seconde option consiste à anticiper le problème et à prévoir le mode d'action : l'Union bancaire s'inscrivait dans cette stratégie, mais elle est aujourd'hui inachevée.

La difficulté posée par la première stratégie est qu'elle retarde l'adoption d'une solution, ce qui inscrit la crise de confiance dans la durée. La seconde stratégie pose une autre difficulté : si un fonds euro-

17. Nous excluons *de facto* la solution qui consisterait à remettre en question l'assurance des dépôts inférieurs à 100 000 euros et ce, tant pour des questions de droit que de confiance dans le système bancaire et politique européen.

péen est créé, certaines banques ou certains États pourraient souhaiter en bénéficier à défaut de faire tous les efforts nécessaires. Dix ans après le début de la crise, on peut toutefois juger qu'il est enfin temps de restaurer la confiance et que les pays, dont la gestion des affaires publiques et privées a été inadaptée dans le passé, ont déjà réalisé de nombreux efforts. On peut aussi considérer aussi que le montant macroéconomique des PNP potentiellement difficiles à refinancer est faible.

Pour traiter la question des PNP, les instances de la zone euro ont la légitimité pour agir et elles disposent de deux outils essentiels pour permettre le refinancement résiduel :

i) Une politique monétaire : la BCE peut acheter des titres de créances privées ;
ii) Une politique budgétaire : par exemple, la création d'un fonds de mutualisation.

Ces deux dispositifs pourraient être mobilisés pour racheter des créances douteuses ou pour entrer au capital de banques en situation de détresse financière. L'entrée dans le capital des banques peut aussi être une façon d'en prendre le contrôle le temps de mettre en place une saine gestion.

Le traitement des PNP passera très vraisemblablement par une résolution politique. Le Président français, Emmanuel Macron, a porté en mai 2018 un projet de réforme de la zone euro. Dans ce projet, il prône la création d'un budget spécifique pour la zone euro avec un ministre des Finances commun ainsi que la transformation du MES (Mécanisme européen de stabilité) en un Fonds monétaire européen (FME). Face à l'ordo-libéralisme, il a reçu une franche opposition de 154 professeurs d'économie. Dans une tribune publiée dans le *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, ces derniers ont mis « *en garde contre l'édification d'une union monétaire et bancaire européenne se dirigeant encore plus vers une union de la dette* ». La Chancelière allemande, Angela Merkel, a convenu lors du sommet franco-allemand du 19 juin d'un accord de principe pour la création d'un budget pour la zone euro. Ce budget sera « *défini sur une base pluriannuelle* ». Il cherchera à « promouvoir la compétitivité, la convergence et la stabilisation dans la zone euro, à partir de 2021 ». Le financement de ce budget reposera sur des transferts financiers nationaux et européen et sur des ressources propres (par exemple, une taxe sur les transactions financières).

Si le périmètre d'action et le montant de ce budget commun ne sont pas connus, il faut voir dans cette déclaration une inflexion dans la ligne stricte de la position allemande. L'Allemagne sera un contributeur majeur de ce fonds et en bénéficiera peu directement. Cependant, les pays de la zone euro sont aussi des clients de l'Allemagne. Des clients économiquement affaiblis, et dont l'attachement politique au projet européen est compromis, ne peuvent pas être les piliers de la croissance future de l'Allemagne. Il est enfin temps de tourner la page de la crise et de repenser l'avenir de l'Europe.

L'adoption de l'assurance commune des dépôts (troisième pilier de l'Union bancaire) permettra de restaurer la confiance. Une telle perspective peut favoriser la remise en bon fonctionnement du marché bancaire européen ainsi que les processus de fusions-acquisitions nécessaires à la création de véritables banques de stature européenne. La question du traitement des problèmes bancaires dépassera alors l'enjeu national et pourra être traitée légitimement à un niveau européen.

Références

ABE, 2014, « On Supervisory reporting on forbearance and non-performing exposures under article 99 (4) of Regulation (EU) n° 575/2013 », *EBA, Final draft Implementing Technical Standards*.

ABE, 2016, *EBA report on the dynamics and drivers of non-performing exposures in the EU banking sector*, 22 juillet.

AFME, 2017, Development of Secondary Markets for Non-Performing Loans and Distressed Assets and Protection of Secured Creditors from Borrowers' Default, *Consultation response Association for Financial Markets in Europe*, octobre.

Antonin C., 2017, « Italie : l'horizon semble s'éclaircir », *OFCE le blog*, 19 décembre.

Antonin C., Levasseur S. et Touzé V., 2016, « Stable finance in an unstable world », in *iAGS 2017, The elusive recovery*, chapitre 5, pp. 173-195.

————, 2017, « Les deux premières années de l'Union bancaire », in *L'économie européenne 2017*, Repères, Edition La Découverte.

Antonin C., Sterdyniak H. et Touzé V., 2014, « Réglementation des activités financières des banques européennes : un quatrième pilier pour l'Union bancaire », *Blog de l'OFCE*, 30 janvier.

Antonin C. et V. Touzé, 2013, « Loi de séparation bancaire : symbole politique ou nouveau paradigme économique ? », *OFCE le blog*, 22 février.

Bank of England & European Central bank, 2014, « The case for a better functioning securitization market in the European Union », *Joint Discussion Paper of Bank of England & European Central bank*, 29 mai.

BCE, 2013, « Asset support schemes in the Euro Area », *Financial Stability Review*, mai.

——, 2017a, *Guide for the Targeted Review of Internal Models*, février

——, 2017b, *Guidance to banks on non-performing loans*, mars.

——, 2018, *Addendum to the ECB Guidance to banks on non-performing loans: Prudential provisioning backstop for non-performing exposures*, mars.

——, 2018, *Guide to on-site inspections and internal model investigations*, septembre.

Cerruti, C., 2018, « Public Asset Management Companies: International Experience », *World Bank Policy Brief*.

Ciavoliello L. G., F. Ciochetta, F. M. Conti, I. Guida, A. Rendina, G. Santini, 2016, « What's the value of NPLs ? », *Notes on Financial Stability and Supervision*, Banca d'Italia, n° 7, avril.

Ciocchetta F., F. M. Conti, R. De Luca, I. Guida, A. Rendina, G. Santini, 2017, « Bad loan recovery rates », *Notes on Financial Stability and Supervision*, Banca d'Italia, n° 7, janvier.

Colangelo A., D. Giannone, M. Lenza, H. Pill et L. Reichlin, 2016, « The National Segmentation of Euro Area Bank Balance Sheets during the Crisis », *working paper*, février.

Gandrud G. et M. Hallerberg, 2014, « Bad banks in the EU: the Impact of Eurostat rules », *Bruegel Working Paper*, n° 2014/15.

Humblot T., 2017, « Non performing loans in Italy: an overview », *Eco Conjoncture BNP Paribas*, mars.

————, 2018, « Non-performing exposures and prudential provisioning: An example », *EcoFlash*, BNP Paribas, 9 juillet.

Jassaud N. et K. Kang, 2015, « AStrategy for Developing a Market for Nonperforming Loans in Italy », *IMF Working Paper* vol. 15, n° 24.

Mesnard B., A. Margerit, C. Power et M. Magnus, 2016, « Non-performing loans in the Banking Union: stocktaking and challenges », *Briefing EU Commission*.

Moody's, 2016, « SME ABS - Italy: Legislation Will Speed Up NPL Recoveries and Reduce Their Variability », *Report*, juin.

Pal P., M. Cox, P. Bahari, R. Hanson, 2016, Non-Performing Loans and Securitisation in Europe, Ropes & Gray Alert, avril.

Perraudin W., 2015, *NPL, Debt Restructuring and Structured Finance*, Presentation to the EBA Board of Supervisors Away Day, 10 juillet.

Véron N., 2015, « Europe's Radical Banking Union », *Bruegel Essays Series*, mai.

ANNEXE
Taux de recouvrement et valorisation des PNP

Le recouvrement des PNP, soit l'ensemble des moyens utilisés pour forcer un débiteur à procéder au remboursement de sa dette, dépend d'un grand nombre de facteurs. Cette multiplicité de facteurs explique les fortes différences de taux de recouvrement observées entre les pays mais aussi, au cours du temps, pour un même pays.

Dans les grandes lignes, le taux de recouvrement dépend du type d'agents emprunteurs avec un recouvrement généralement plus aisé pour les ménages que pour les entreprises car ces dernières bénéficient d'un droit à la faillite. Il dépend aussi du type de crédit, les PNP adossés à un actif étant plus souvent recouvrés que lorsqu'ils ne le sont pas (Ciocchetta *et al.*, 2017). Le taux de recouvrement dépend aussi très fortement du délai nécessaire pour recouvrer une dette : plus ce délai est long, plus le taux de recouvrement sera faible et, par suite, plus le prix que les investisseurs sont prêts à payer pour acquérir des PNP sera faible (Ciavoliello *et al.*, 2016).

Le délai de recouvrement est donc un facteur crucial qui va dépendre lui-même des procédures d'insolvabilité et du système judiciaire en œuvre dans le pays (Humblot, 2017). Enfin, le délai de recouvrement des PNP sera d'autant plus long que la conjoncture économique est dégradée.

Les données de la Banque mondiale permettent de comparer taux, délai et coût du recouvrement entre différents pays sur une base homogène (tableau A1). Elles reposent sur un cas-type de recouvrement d'un PNP, évalué sur la base des données fournies par la banque centrale et le système judiciaire du pays. En 2018, le taux de recouvrement en zone euro a oscillé entre 33,6 % en Grèce et 89,7 % aux Pays-Bas, avec une moyenne non pondérée de 65,2 %. Ce taux est corrélé négativement au délai nécessaire pour sortir de la procédure d'insolvabilité, avec un coefficient de -0,88. Le délai moyen pour recouvrer un PNP est un peu supérieur à 22 mois en zone euro, avec un minimum de 5 mois en Irlande et un maximum de 4 ans en Slovaquie. Un simple exercice de régression linéaire suggère que réduire de 6 mois le délai de recouvrement augmente le taux de recouvrement de 8 points, ce qui est loin d'être négligeable[18]. Dans la mesure où le délai de recouvrement est fortement dépendant des institutions légales et judiciaires, ce résultat confirme l'importance de mener des réformes dans ces

domaines afin d'accélérer le délai et donc d'améliorer le taux de recouvrement. Le coût du recouvrement, qui inclut des coûts administratifs, judiciaires et fiscaux, représente presque 10 % de la valeur des PNP en zone euro. Il atteint jusqu'à 22 % en Italie, ce qui mérite d'être souligné au regard du stock de PNP italiens. Le faible taux de recouvrement en Italie (de l'ordre des 2/3 selon les données de la Banque mondiale) s'explique aussi parce qu'il est aussi très coûteux.

Les données de la Banque centrale d'Italie permettent d'affiner le diagnostic (tableau A2). Elles proviennent des registres du crédit d'un échantillon de banques italiennes et ne sont pas le résultat d'une évaluation basée sur un cas-type comme dans le cas de la Banque mondiale. Elles prennent en compte les PNP vendus sur le marché secondaire dont le taux de recouvrement est très faible, ce qui diminue mécaniquement le taux de recouvrement agrégé. En moyenne, sur la période 2006-2015, le taux de recouvrement des PNP en Italie s'est établi à 42,3 %, les PNP sécurisés par un collatéral faisant l'objet d'un recouvrement plus important (54,5 %) que lorsqu'ils ne sont pas garantis (36 %). Les données par type d'emprunteur recoupent en grande partie celles par type de garantie : 52,9 % des PNP des ménages sont recouvrés contre 40,1 % pour les PNP des entreprises. Le taux de recouvrement est de 60,6 % pour les PNP de moins d'un an mais tombe à 29,8 % pour les PNP de plus de 5 ans, corroborant l'importance du délai pour recouvrer un PNP. Enfin, la capacité à recouvrer est très différente d'une banque à l'autre : les 5 banques italiennes les plus efficientes ont ainsi recouvré près de 67,8 % de leurs PNP contre seulement 40 % pour les 5 banques les moins efficientes. Selon Ciochetta *et al.* (2017), la composition des PNP (par type de garantie, emprunteur, ancienneté) n'est pas un facteur explicatif de ces différences de taux de recouvrement : ce sont véritablement des caractéristiques internes aux banques qui les expliquent (modèles, procédures mises en place, équipes, etc.).

18. Les résultats de la régression linéaire sont disponibles à la demande auprès des auteurs.

Tableau A1. Taux, délai et coût du recouvrement (données 2017)

	Taux de recouvrement (en %)	Temps nécessaire pour sortir de la procédure d'insolvabilité (en années)	Coût du recouvrement (en %)
Allemagne	80,6	1,2	8,0
Autriche	80,0	1,1	10,0
Belgique	84,6	0,9	3,5
Chypre	73,2	1,5	14,5
Espagne	76,6	1,5	11,0
Estonie	40,6	3,0	9,0
Finlande	88,3	0,9	3,5
France	73,5	1,9	9,0
Grèce	33,6	3,5	9,0
Irlande	85,8	0,4	9,0
Italie	64,6	1,8	22,0
Lettonie	40,1	1,5	10,0
Lituanie	45,3	2,3	10,0
Luxembourg	43,8	2,0	14,5
Malte	38,8	3,0	10,0
Pays-Bas	89,7	1,1	3,5
Portugal	63,8	3,0	9,0
Slovaquie	47,3	4,0	18,0
Slovénie	88,7	0,8	4,0
Moyenne zone euro	65,2	1,9	9,9

Méthode: De façon à permettre une comparaison internationale des données, la Banque mondiale procède sur la base d'un cas-type (mêmes hypothèses). L'évaluation est ensuite réalisée à partir des données de la Banque centrale nationale et de la Cour de justice du pays.
Source: Banque mondiale. Données pour 2017.

Tableau A2. Recouvrement des PNP en Italie (moyenne annuelle 2006-2015)

	Taux de recouvrement* (en %)	Montant recouvré (en millions d'€)
Total	**43,2**	**8 788**
Par type de garantie		
Sécurisé	54,5	3 431
Non sécurisé	36,0	5357
Par type d'emprunteur		
Ménages	52,9	2 113
Entreprises	40,1	6 675
Par ancienneté du PNP		
Moins d'un an	60,6	n.d.
Plus de 5 ans	29,8	n.d.
*Par efficience du recouvrement interne***		
5 banques les plus efficientes	67,8	n.d.
5 banques les moins efficientes	40,0	n.d.

* Rapport entre la valeur « discountée » et la valeur initiale du PNP.
** 5 banques les plus efficientes (respectivement les moins efficientes) en termes de recouvrement interne (ventes de PNP sur le marché secondaire exclues) parmi les 25 banques italiennes les plus importantes en termes de PNP.
Source: Ciochetta *et al.* (2017); calculs des auteurs.

VERS UN NOUVEAU RÔLE DES BANQUES EN ZONE EURO

Marcello Messori
LUISS School of European Political Economy

De la mi-2007 à la mi-2013, l'Union économique et monétaire européenne (UEM) a été affectée par des crises de l'économie financière et « réelle » qui ont eu un impact significatif sur l'évolution des banques européennes. Dans l'après-crise, ces dernières ne seront pas en mesure de reprendre leur ancien rôle dominant dans le financement de l'économie « réelle » et dans la gestion des portefeuilles financiers des ménages. La thèse de ce papier est que, en conséquence, les marchés financiers de la zone euro sont confrontés à deux problèmes majeurs : (i) la définition d'une nouvelle division du travail entre les banques et les intermédiaires financiers non bancaires ; (ii) la création de sources de financement alternatives pour les entreprises non financières. La solution de ces deux problèmes requiert, entre autres, de combler le possible écart qualitatif et quantitatif entre l'allocation souhaitée des détenteurs de fonds et l'offre de prêts à l'économie « réelle ». Dans le nouveau modèle financier, la construction de ce pont ne sera plus entièrement confiée aux banques. D'autres intermédiaires financiers devront apprendre à jouer un rôle important. Ce papier montre que les banques de l'UEM ont intérêt – à court terme et à long terme – à aider d'autres intermédiaires financiers à jouer ce rôle. À court terme, les banques seraient rémunérées pour leurs services et pourraient sélectionner leurs nouveaux modèles d'activités spécifiques, évitant ainsi un transfert de compétences dans ces activités ; à long terme, les banques pourraient éliminer un sous-ensemble de leurs anciennes activités, devenues non rentables, et tirer avantage de leurs nouvelles spécialisations. De l'autre côté, chaque intermédiaire non bancaire a tout intérêt à diminuer le temps de son apprentissage en achetant les services offerts par les banques. Les entreprises non financières y gagneraient ainsi deux fois : l'amélioration de la quantité et de la qualité des services financiers mis à leur disposition serait réalisée dans un délai plus court.

Mots clés : banques européennes, intermédiaires non bancaires, allocation de fonds, offre de prêts, services financiers.

De la mi-2007 à la mi-2013, l'Union économique et monétaire européenne (UEM) a été affectée par des crises de l'économie financière et « réelle ». Ces crises ont eu un impact significatif sur le fonctionnement des marchés financiers de l'UEM et sur l'évolution des intermédiaires financiers européens. En fait, elles ont entamé un processus mettant fin au rôle prédominant joué par le secteur bancaire dans les activités financières de la majorité des pays de l'UEM depuis plusieurs décennies.

La crise internationale (2007-2009) a affecté les secteurs bancaire et financier des États membres de l'Union européenne (UE) et de la zone euro, en particulier les plus grandes institutions financières, mais également un certain nombre de banques régionales des pays les plus forts (pays « centraux »). Ces intermédiaires financiers européens étaient directement impliqués dans les défaillances des marchés financiers internationaux en raison de leur forte exposition aux actifs risqués et illiquides provenant des *subprime* américains et alimentant la chaîne des produits dérivés (ABS, CDO, CDO^2, etc.) (Brunnermeier, 2009 ; Adrian et Shin 2010). En outre, ils ont été impliqués dans les déséquilibres macroéconomiques des pays les plus fragiles de l'UEM en raison de leur forte exposition aux obligations d'État et aux « bulles » spéculatives de ces États membres « périphériques ». Du début 2008 à la mi-2009, la crise financière internationale a entraîné une crise de l'économie « réelle » dans plusieurs systèmes économiques. Les pays de l'UEM ont réagi à ces deux crises en soutenant leurs secteurs bancaires et les travailleurs aux chômage, en augmentant ainsi les dépenses publiques et, par conséquent, leurs ratios – respectivement – du déficit public sur le PIB et de la dette publique sur le PIB. Dans l'UEM, la crise internationale a également provoqué un « arrêt soudain » des flux de capitaux financiers des États membres centraux vers ceux de la « périphérie », tout en augmentant les risques de faillite de pays tels que la Grèce, le Portugal, l'Irlande et l'Espagne. Ces derniers pays ont alors procédé à des ajustements macroéconomiques radicaux à court terme (Chen *et al.*, 2013 ; Borio et Disyatat, 2015 ; Esposito et Messori, 2018). En 2010 ou 2011, ils sont ainsi entrés dans une nouvelle récession qui a renforcé les risques d'insolvabilité de leurs entreprises non financières et fragilisé les secteurs bancaires nationaux.

Ces événements expliquent pourquoi la crise de l'UEM, qui a suivi (du dernier trimestre 2011 à la mi-2013) et qui a été alimentée aussi

par les difficultés de l'Italie (à partir de mai 2011), a été marquée par un « cercle vicieux » entre crise de dette souveraine et crise du secteur bancaire européen. Les principaux groupes bancaires et diverses banques régionales des pays centraux de l'UEM, qui avaient bénéficié d'une aide importante de leur gouvernement national en 2009 pour surmonter l'impact de la crise financière internationale, devaient encore faire face à trois problèmes : (i) la liquidation de leurs stocks d'actifs risqués, hérités de 2007-2009, aussi bien que des obligations d'État des pays périphériques affectés par des risques croissants d'insolvabilité et par les pertes de valeur associées ; (ii) de nouvelles recapitalisations qui étaient nécessaires pour absorber les pertes dans leurs bilans, pour répondre aux nouvelles règles de la régulation internationale et pour développer de nouveaux actifs après la réduction des activités de prêts traditionnels et de produits financiers dérivés ; (iii) la mise en place de nouveaux modèles économiques à rentabilité satisfaisante. D'autre part, une partie importante des institutions financières des pays périphériques de l'UEM devait gérer trois problèmes analogues : a) la réduction du montant détenu des obligations de leur État, qui étaient affectées par des pertes de valeur, et la liquidation (titrisation) d'une partie de leurs prêts « non performants », qui étaient en train d'augmenter en raison de l'insolvabilité de leurs emprunteurs ; b) la mise en œuvre de processus importants de recapitalisation ; c) le démarrage de nouvelles activités (IMF, 2011 ; EBA, 2011a).

Les points (i) – (iii) et (a) – (c) expliquent pourquoi les dernières années ont été marquées par une profonde instabilité aussi bien que par une évolution prometteuse des marchés financiers de l'UEM. Dans les sections 1 et 2 suivantes, je donne un aperçu des facteurs propres au marché et des facteurs réglementaires qui empêchent les banques de retrouver la position dominante qu'elles exerçaient dans les marchés financiers de la majorité des pays de l'UEM avant les crises internationales et européennes. Ces facteurs suggèrent que, dans la phase post-crise, les banques de l'UEM devront rechercher des complémentarités et être en concurrence avec de nouveaux intermédiaires non bancaires sur divers segments des marchés financiers européens (section 3). Ma conclusion est que ces nouvelles relations devraient permettre aux activités bancaires d'acquérir un rôle innovant important, mais uniquement si les banques de l'UEM sont en mesure de sélectionner de nouveaux modèles économiques efficaces (section 4).

1. La sortie des crises : l'impact de la nouvelle réglementation et de la surveillance

Aux États-Unis et dans l'Union européenne (UE), la crise financière de 2007-2009 et les programmes massifs d'aide publique mis en œuvre pour éviter l'effondrement du secteur bancaire et des marchés financiers ont conduit à d'importantes innovations en matière de réglementation financière. Dans l'UEM, au début 2010, ces innovations ont affecté l'organisation des échanges des actifs financiers, le contrôle des agences de notation et le système européen de supervision financière (avec la création, par exemple, de l'Autorité bancaire européenne (ABE)). Toutefois, les principales innovations dans ces domaines n'ont été introduites qu'à la mi-2012 avec le lancement du processus de l'Union bancaire et avec l'adoption progressive des règles européennes sur les fonds propres qui reposent sur les règles internationales de Bâle III.

Le processus de l'Union bancaire a débouché sur : une évaluation générale de la qualité et du risque des bilans des banques européennes à la fin de 2013 et à la mi-2014 ; le transfert de la responsabilité de la supervision bancaire à la Banque centrale européenne (BCE) dès le début de novembre 2014 ; l'approbation de nouvelles règles centralisées pour la résolution des grandes banques européennes (les banques dites « significatives ») quasiment en faillite à la fin de 2014 ; l'implication non seulement des actionnaires mais aussi des détenteurs d'obligations subordonnées dans la restructuration des banques au début de 2015 (le « partage des charges ») et l'implication connexe de tous les détenteurs d'obligations bancaires et de dépôts sans garantie à compter du début de 2016 (le « renflouement interne » ou *bail-in*) (EBA, 2011b ; Schoenmaker et Véron, 2016). Ces nouvelles règles des processus de résolutions bancaires ont renforcé le contenu de la communication de la Commission européenne (août 2013), qui limitait les nouvelles aides publiques aux banques nationales uniquement en cas de risques systémiques menaçant la stabilité des marchés financiers européens. En outre, l'adoption progressive de nouvelles règles internationales en matière de fonds propres impliquait que les banques européennes, déjà affectées par les résultats des premiers tests de résistance de l'ABE et par la décision connexe d'introduire des recapitalisations à l'automne 2011, devaient améliorer le montant et la qualité de leur ratio de fonds propres sur les actifs pondérés par le risque et limiter les ratios de levier.

Le secteur bancaire de l'UEM le plus touché par ces innovations en matière de réglementation et de supervision a été le secteur italien, soit le secteur bancaire du seul pays périphérique n'ayant pas bénéficié des programmes d'aide de l'UEM[1]. Un certain nombre de banques italiennes ont été contraintes de se recapitaliser en 2015 afin de remédier à l'insuffisance de leurs fonds propres, constatée lors des tests de qualité et de résistance (*Asset Quality Review* et *Stress tests*) de l'ABE et de la BCE mi-2014. Ces recapitalisations se sont réalisées bien que la rentabilité du secteur bancaire italien était, à ce moment, inférieure au coût du capital sur le marché. D'autres banques italiennes ont suivi la même démarche en 2015 afin de répondre aux requêtes de la BCE dans son nouveau rôle de superviseur unique. En outre, en novembre 2015, quatre banques italiennes de petite et moyenne taille ont fait faillite ; et leurs actionnaires et détenteurs d'obligations subordonnées ont été soumis à un « partage des charges ». La fragilité d'une bonne partie des banques italiennes a été accentuée par la forte présence de prêts non performants dans leurs actifs, dont le poids a atteint un maximum entre la fin 2015 et le premier trimestre 2016. Pour faire face à cette situation, aggravée par l'écart important entre le prix de marché et la valeur comptable des prêts non performants italiens, les institutions européennes ont permis au gouvernement italien, début de 2016, d'offrir une garantie publique sur les tranches seniors des prêts non performants titrisés. Puis, en avril et août de la même année, le gouvernement italien a convaincu une grande partie du secteur bancaire national, ainsi que d'autres intermédiaires et institutions financières, de devenir actionnaires du fonds d'investissement Atlante, créé pour acheter les prêts non performants des banques italiennes en difficulté et/ou les nouvelles actions émises par celles-ci.

Ces initiatives visant à surmonter les fragilités du secteur bancaire italien, sans avoir recours aux aides publiques, ont été infructueuses. Trois des principaux groupes bancaires italiens (Monte dei Paschi de Sienne (MPS) et les deux plus importantes banques de la région nord-est) n'ont pas été en mesure de surmonter leurs difficultés en 2016.

1. Voir par exemple : Messori (2016). La Grèce a bénéficié de prêts bilatéraux offerts par les autres pays de l'UEM et le Fonds monétaire international (FMI) au printemps 2010. Depuis lors, elle a été plusieurs fois refinancée par les mécanismes européens *ad hoc* (le FESF temporaire et le MES permanent). L'Irlande et le Portugal ont bénéficié d'un programme d'aide européen basé sur le financement du FESF et du FMI en 2010-2011. Chypre a dû recourir à l'intervention du MES en 2013. Enfin, l'Espagne a utilisé un programme d'aide européen plus léger, lancé en juin 2012 et destiné à financer les secteurs bancaires nationaux en difficulté. Ce dernier programme impliqua un prêt direct de l'UEM au gouvernement espagnol.

Seules l'activation de clauses spécifiques et une interprétation généreuse des règles européennes ont permis à ces trois groupes bancaires d'éviter le processus de résolution et le « renflouement interne » en 2017. MPS a été (temporairement) sauvé grâce à une recapitalisation préventive (incluant « le partage des charges ») largement souscrite par le gouvernement italien. Quant aux deux groupes bancaires du nord-est, ils ont été soumis à la législation italienne : une structure de défaisance (*bad bank*), gérée par une entité gouvernementale, a pris en charge les « mauvais » actifs tandis qu'un ensemble de « bons » actifs et passifs a été transféré au plus grand groupe bancaire italien pour un prix symbolique de 1 euro.

Ces mesures n'ont pas résolu tous les problèmes des banques italiennes. Ces dernières continuent à détenir une quantité excessive d'obligations nationales d'État : après un pic de leur poids dans le total des actifs (2015) et une réduction significative jusqu'à la fin de 2017, de nouvelles augmentations ont été enregistrées au cours des derniers mois. De plus, il existe encore des banques locales ou de taille moyenne quasiment en faillite. Cependant, parallèlement à la recapitalisation massive et réussie d'Unicredit (l'un des deux majeurs groupes bancaires italiens) et à la titrisation accélérée d'une partie importante des prêts non performants, la remise en marche de MPS et la liquidation des deux groupes bancaires du nord-est ont permis au secteur bancaire italien de surmonter le pic de sa crise.

2. La sortie des crises : le précédent modèle bancaire ne peut être reproduit

J'ai analysé en détail quelques aspects de l'évolution récente du secteur bancaire italien, parce que ces aspects ont souvent caractérisé, même si dans une moindre mesure, d'autres banques de l'UEM. Au-delà des secteurs bancaires des pays ayant bénéficié de programmes d'aide européens, plusieurs banques dans différents États membres de la zone euro ont dû gérer une présence excessive de prêts non performants dans leurs bilans et réaliser des recapitalisations de marché même si leur profitabilité était inférieure au coût du capital (ECB – Banking Supervision, 2017). Certaines banques en difficulté dans les pays centraux de l'UEM ont été recapitalisées à l'aide de fonds publics, puisque ces recapitalisations complétaient des processus démarrés avant la mise en œuvre de la nouvelle réglementation européenne (en 2013 et 2014). Quelques banques des États membres périphériques de

l'UEM ont suivi le processus de résolution ou ont fait faillite sur la base d'un « partage des charges » et d'un « renflouement interne » (ou *bail-in*). Presque tous les secteurs bancaires de l'UEM détenaient et détiennent encore une quantité excessive d'obligations de leur État national ; et, même si elles sont en partie justifiées par les contraintes en terme de composition « actifs/passifs », ces détentions sont contraires aux principes de diversification (Enria *et al.,* 2016 ; Lenaričič *et al.,* 2016).

Ces problèmes communs font que le secteur bancaire européen ne sera pas en mesure de reprendre son ancien rôle. Avant les crises internationale et européenne, il y avait des différences importantes dans les activités bancaires des différents pays de l'UEM. Cependant, par rapport aux marchés financiers des États-Unis, où les intermédiaires financiers non bancaires sont des acteurs importants, les banques de l'UEM jouaient un rôle dominant dans le financement de l'économie « réelle » et dans la gestion des portefeuilles financiers des ménages, laissant peu de place aux intermédiaires financiers non bancaires (Allen et Gale, 2007). En général, le secteur bancaire de l'UEM jouissait d'une sorte de leadership oligopolistique auprès des entreprises non financières emprunteuses et des investisseurs de détail. Compte tenu de la liste des problèmes rencontrés par les secteurs bancaires de l'UEM après les crises, il est difficile de croire que les banques européennes peuvent continuer à conserver leur leadership oligopolistique sur ces deux côtés des marchés financiers.

L'activité traditionnelle d'une banque, axée sur les prêts au détail ou aux entreprises, est contrainte par les nouvelles règles sur fonds propres et par la faiblesse temporaire des marges d'intérêt. Contrairement à la période précédant les crises internationale et européenne, depuis 2009 il est trop coûteux d'offrir un montant excessif de prêts aux emprunteurs risqués car ces prêts peuvent générer une quantité ingérable de prêts non performants, qui – à leur tour – causent des pertes aux banques et rendent nécessaires des recapitalisations difficiles. Cela est d'autant plus vrai depuis la fin de 2014 : même une activité de crédit équilibrée n'est plus aussi rentable dans l'UEM en raison de l'impact de la politique monétaire non conventionnelle expansionniste sur la structure des taux d'intérêt. Les faibles niveaux de ces derniers réduisent les marges d'intérêt des banques. C'est une situation temporaire qui probablement disparaîtra dans quelques mois. Cependant, les faibles marges d'intérêt actuelles n'incitent pas les banques à beaucoup investir dans les technologies de l'information pour améliorer la

sélection des emprunteurs. La conséquence en est un cercle vicieux : la mauvaise allocation des prêts rend les règles de fonds propres plus contraignantes ; ce qui accroît les coûts et réduit davantage les incitations à offrir un montant adéquat et efficient de prêts fondé sur la bonne sélection des emprunteurs.

Comme cela a été montré aux États-Unis, les augmentations attendues de l'ensemble des taux d'intérêt permettront une plus grande rentabilité des prêts au détail et aux entreprises. Toutefois, cette activité bancaire deviendra plus sélective que par le passé, de sorte qu'un certain nombre d'entreprises non financières devront chercher des sources alternatives de financement. L'impact sera particulièrement important dans l'UEM, en raison de la petite taille moyenne des entreprises emprunteuses et des difficultés qui en résultent pour obtenir un accès direct aux marchés financiers.

La gestion d'actifs financiers et d'autres services financiers n'offre pas de perspectives prometteuses au futur modèle d'activité des banques de l'UEM. Après la crise internationale, les grandes institutions financières dont les activités de banque d'investissement étaient importantes ont dû absorber des pertes élevées pour liquider les actifs risqués de leur bilan. Contrairement aux banques américaines d'investissement, les principaux groupes bancaires européens n'ont toujours pas achevé ce processus. De plus, la réglementation a imposé de lourdes contraintes pour séparer les activités caractérisées par de potentiels conflits d'intérêt et pour limiter la palette de services financiers excessivement risqués offerts par les banques. En conséquence, une autre mesure (datée de 2008) de la réglementation américaine, à savoir la transformation forcée des banques d'investissement en banques commerciales avec des branches d'investissement, s'est révélée très pratique pour le secteur bancaire aux États-Unis. Compte tenu de la réglementation actuelle et du fonctionnement actuel des marchés financiers, il semble difficile d'avoir une banque d'investissement pure qui soit rentable. Dans l'UEM, cette affirmation est corroborée par la mauvaise performance du seul groupe bancaire européen principalement axé sur les activités d'investissement, la Deutsche Bank[2].

2. Ce commentaire ne veut pas affirmer que les problèmes de Deutsche Bank ne sont dus qu'à son activité d'investissement. Récemment, la gestion de la plus importante banque allemande a été caractérisée par une longue séquence d'erreurs et de mauvaises pratiques. En tout état de cause, la banque d'investissement a joué un rôle crucial.

Dans un avenir proche, les banques de l'UEM auront également des difficultés à conserver leur position dominante dans la gestion des portefeuilles financiers des ménages. Le nouveau règlement a transformé les obligations bancaires en actifs financiers présentant un risque très élevé, car la possibilité de « partage des charges » et, surtout, de « renflouement interne » a ajouté un risque spécifique de contrepartie aux risques de liquidité et de marché. De plus, pour mettre en œuvre le « renflouement interne », cette même réglementation tend à imposer une limite à la part des obligations garanties dans le total des obligations et autres passifs émis par chaque banque « significative ». Enfin, la tentative actuelle du secteur bancaire de l'UEM de renforcer davantage sa position dominante dans les activités de fonds communs de placement et de gestion de patrimoine sera limitée par l'impact d'une nouvelle réglementation : MIFID2. Cette réglementation transformera les services standardisés offerts par les fonds communs de placement et par la gestion de patrimoine sur le marché de masse en « marchandises » financières à faible marge d'intermédiation. Les banques seront particulièrement touchées par cette « marchandisation » : leur compétitivité sur le terrain repose sur des économies d'échelle et d'envergure dans les circuits de distribution, ce qui nécessite des marchés importants.

3. Vers un nouveau fonctionnement des marchés financiers dans la zone euro

La description précédente souligne que les marchés financiers de l'UEM traversent une phase d'évolution caractérisée par deux problèmes majeurs : (i) la définition d'une nouvelle division du travail entre les banques et les intermédiaires financiers non bancaires ; (ii) la création de sources de financement alternatives pour les entreprises non financières présentant un taux de dépendance très élevé vis-à-vis des prêts bancaires. Il est évident que ces deux problèmes sont étroitement liés : la solution au problème (i) est la condition pour résoudre le problème (ii) ; et alors que (ii) est résolu, il impose des contraintes spécifiques à la gestion de (i). Il est également évident que la situation de départ pour résoudre les problèmes (i) et (ii) n'est pas la même pour tous les pays de l'UEM. Par exemple, les marchés financiers français disposent déjà d'un ensemble d'intermédiaires non bancaires plus riches que les marchés allemands ou italiens. Les entreprises non financières françaises ont donc un effet de levier bancaire inférieur à celui

des entreprises allemandes ou italiennes. En outre, aux Pays-Bas et au Luxembourg, ainsi que dans certains pays plus importants, les investisseurs institutionnels jouent ou pourraient jouer un rôle important dans le nouveau fonctionnement des marchés financiers. En revanche, ce type d'investisseurs est plus faible dans des pays tels que l'Italie et l'Espagne (Darvas et Schoenmaker, 2017).

Malgré ces différences internes importantes, il reste vrai que les marchés financiers de l'UEM étaient et sont toujours dominés par les banques, comparativement à la situation des États-Unis ou du Royaume-Uni. Les institutions européennes ont pris conscience de cette dominance et de son impact négatif sur le potentiel de croissance de la zone euro dans la période post-crise (Gorodnichenko *et al.,* 2018). Par conséquent, ils ont lancé l'Union des marchés de capitaux (UMC) à la fin de 2014 et ont commencé à la mettre en œuvre au début de 2015. L'UMC est une tentative réglementaire visant à renforcer le rôle des intermédiaires financiers non bancaires existants, à développer de nouveaux intermédiaires financiers et à permettre aux entreprises non financières de taille moyenne et innovantes d'avoir un accès plus facile et moins coûteux aux marchés des obligations d'entreprises et aux marchés boursiers dans un marché financier européen plus intégré (ECB, 2015).

Il est impossible de répertorier ici toutes les initiatives prises dans le cadre réglementaire de l'UMC. Il convient seulement de souligner que le rôle des fournisseurs de services financiers a été renforcé par le développement du « passeport européen », que les procédures d'émission d'actifs financiers sur les marchés réglementés ont été simplifiées, que les sources de financement innovantes (capital risque et financement participatif) ont été facilitées, que les investissements transnationaux ont vu leurs règles simplifiées, que la construction de marchés pour une titrisation efficace et responsable a été encouragée et que des investissements dans les infrastructures et dans des projets durables de long terme ont été mis en place. Les efforts mobilisés par le biais de l'UMC et ses réalisations connexes permettront dorénavant de créer de nouveaux segments de marchés financiers dans la zone euro. Ces nouveaux segments ne suffiront pas à régler directement les problèmes (i) et (ii), spécifiés au début de cette section. Cependant, ils fourniront l'opportunité et les outils pour trouver des solutions efficaces.

L'UEM est caractérisée par une énorme richesse financière concentrée sur les ménages. Comme le montre la persistance de l'écart

(négatif) entre l'investissement agrégé et l'épargne agrégée dans la zone euro depuis le déclenchement des crises européennes, la répartition de cette richesse financière ne correspond pas aux besoins de financement des activités « réelles ».

Dans le précédent modèle financier centré sur les secteurs bancaires nationaux, ces derniers exerçaient leur leadership oligopolistique sur la gestion des portefeuilles financiers des ménages et des prêts aux entreprises non financières afin de combler le possible écart qualitatif et quantitatif entre l'allocation souhaitée des détenteurs de fonds et l'offre de prêts à l'économie « réelle ». Dans le nouveau modèle financier, la construction de ce pont est toujours nécessaire, mais il ne sera plus entièrement confié aux banques. Recourir à plusieurs intermédiaires financiers différents sera possible. Certains d'entre eux devraient aider les entreprises, qui sont prêtes à entrer directement sur les marchés obligataires et boursiers, à émettre des actifs financiers pouvant répondre aux préférences des détenteurs de richesse dont l'aversion pour le risque est la plus faible. D'autres pourraient jouer le rôle d'acheteurs de ces mêmes émissions sur le marché, puis transférer les actifs correspondants aux investisseurs institutionnels ou aux ménages. Certains intermédiaires pourraient acheter directement les actifs financiers, émis par des entreprises trop petites ou mal structurées pour pénétrer directement les marchés réglementés, et transformer ces actifs en instruments moins risqués à destination des marchés institutionnels ou de détail. D'autres types d'intermédiaires pourraient se spécialiser dans le financement d'entreprises spécifiques, telles que les start-ups et les petites entreprises innovantes.

Il serait possible de continuer à énumérer les différents types d'intermédiaires non bancaires et les différents instruments financiers qui pourraient combler l'écart entre l'allocation souhaitée des détenteurs de richesse et les besoins de financement de l'économie « réelle ». Les exemples susmentionnés suffisent cependant à souligner que ces intermédiaires et ces instruments ont tendance à remplacer les banques et les prêts bancaires en mettant en œuvre une segmentation plus efficace des différents groupes de détenteurs de fonds, ainsi que des différents groupes d'entreprises dans différentes sections de marchés financiers.

Cette observation entraîne – au moins – deux conséquences. Il est tout d'abord évident que le nouveau fonctionnement des marchés financiers de l'UEM inclura certains types de ménages et d'entreprises qui continueront à trouver plus efficace d'utiliser l'intermédiation bancaire pour – respectivement – allouer leur richesse financière et

obtenir le financement souhaité. Cela s'applique généralement aux détenteurs de richesse dont l'aversion pour le risque est la plus forte et à un grand nombre de petites et moyennes entreprises. Par conséquent, la nouvelle organisation de marchés financiers plus intégrés dans la zone euro laisse un rôle important au secteur bancaire, même si cela amoindrit le leadership oligopolistique de ce secteur. Les banques continueront à jouer un rôle complémentaire par rapport aux autres intermédiaires financiers. Deuxièmement, il est tout aussi évident que la transition des marchés financiers de l'ancien modèle, centré sur la domination des secteurs bancaires, vers le nouveau modèle, centré sur la coexistence et la complémentarité entre différents intermédiaires financiers, ne se fera pas en un jour mais résultera d'une évolution complexe.

4. Conclusion : le nouveau rôle possible de la banque

Les remarques faites ci-dessus soulignent le rôle crucial que pourrait jouer le secteur bancaire au cours de cette évolution complexe.

En raison de leur dominance oligopolistique antérieure sur les marchés financiers européens, les banques de l'UEM ont accumulé d'importants avantages en matière d'information et de compétences sur leurs économies « réelles » nationales par rapport aux autres intermédiaires financiers (Stiglitz et Weiss, 1984). De plus, en raison du rôle marginal qu'ils ont joué jusqu'à présent, ces autres intermédiaires financiers ne disposent pas des technologies spécifiques requises pour « rattraper » le secteur bancaire et compenser leur manque d'information et de compétences. Pour combler ce retard sans la coopération des banques, ils devraient faire des investissements coûteux et y consacrer beaucoup de temps. Enfin, les banques de l'UEM ont établi des relations à long terme avec leurs clients des deux côtés du marché. Ainsi, pour concurrencer les banques dans la fourniture de services financiers spécifiques, les autres intermédiaires financiers devraient convaincre les clients des banques d'abandonner leurs habitudes et d'opter pour un nouveau fournisseur inconnu ; et grâce à leur position consolidée, les banques pourraient réagir en pratiquant des prix prédateurs.

Dans les circonstances habituelles, ces éléments ne sont pas suffisants pour rompre la transition entre l'ancienne et la nouvelle organisation du marché. En fait, ils ressemblent aux difficultés rencontrées par un nouvel arrivant lorsqu'il commence à concurrencer un opérateur déjà installé sur un marché oligopolistique. Mais il existe un ensemble de conditions qui permettent l'ouverture de ce marché

grâce à la pression concurrentielle du nouvel arrivant. En principe, ces conditions s'appliquent également aux modèles des marchés financiers de l'UEM. Cependant, dans ce dernier cas, il existe des particularités qui augmentent la probabilité d'une transition réussie. Ces particularités permettent à l'opérateur historique de renoncer à une guerre de tranchées de longue durée. Comme nous l'avons souligné dans les sections 1 et 2, la nouvelle réglementation et le nouveau fonctionnement des marchés financiers qui en découlent, font que revenir à l'ancien modèle bancaire de l'UEM ne conviendrait pas aux banques elles-mêmes. Il s'agit donc d'un cas où la coopération entraînerait une amélioration des conditions pour tous les acteurs du marché, c'est-à-dire une situation « Pareto améliorante ».

Ma conclusion peut être résumée en trois points. Premièrement, les banques de l'UEM ont un intérêt – à court terme et à long terme – à offrir des services à d'autres intermédiaires financiers afin de transférer une grande partie de leurs informations et compétences, facilitant ainsi la transition vers un nouveau modèle de marchés financiers européens. À court terme, les banques seraient rémunérées pour leurs services et pourraient sélectionner leurs nouveaux modèles d'activités spécifiques, évitant ainsi un transfert de compétences dans ces activités ; à long terme, les banques pourraient éliminer un sous-ensemble de leurs anciennes activités, devenues non rentables, et tirer avantage de leurs nouvelles spécialisations. Deuxièmement, chacun des autres intermédiaires financiers a tout intérêt à acheter certains des services offerts par les banques : les coûts de ces services seraient inférieurs à ceux des investissements nécessaires pour « rattraper » les banques et entrer en concurrence avec elles dans la fourniture d'un service financier spécifique. De plus, ces mêmes intermédiaires feraient l'économie du temps nécessaire pour accumuler les connaissances et minimiseraient le risque de se diriger dans la mauvaise direction. Troisièmement, les entreprises non financières y gagneraient deux fois : l'amélioration de la quantité et de la qualité des services financiers mis à leur disposition serait réalisée dans un délai plus court.

L'UMC devrait insister sur cette situation « Pareto améliorante » pour éviter des comportements microéconomiques basés sur le *free-riding*, qui pourraient menacer la coopération. Une évolution rapide et linéaire des marchés financiers de l'UEM vers un nouveau modèle fondé sur la coexistence et une concurrence loyale entre plusieurs intermédiaires financiers augmenterait le potentiel de croissance et le développement effectif de la zone euro.

Références

Adrian T. et H. S. Shin, 2010, « Liquidity and leverage », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 19, pp. 418-37.

Allen F. et D. Gale, 2007, *Understanding financial crises*, Oxford: Oxford University Press.

Borio C. et P. Disyatat, 2015, « Capital flows and the current account: taking financing (more) seriously », *BIS Working Papers*, n° 525.

Brunnermeier M. K., 2009, « Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-08 », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, pp. 77-100.

Chen R., Milesi-Ferretti G.M. et T. Tressel, 2013, « External imbalances in the Eurozone », *Economic Policy*, vol. 28, n° 73, pp. 102-142.

Darvas Z. et D. Schoenmaker, 2017, « Institutional investors and home bias in Europe's Capital Market Union », *Bruegel Working Paper*, 02.

European Banking Authority, 2011a, *Recommendation on the creation and supervisory oversight of temporary capital buffers to restore market confidence*, London.

———, 2011b, *2011 EU-wide stress test. Aggregate report*, London.

European Central Bank, 2015, *Building a Capital Markets Union—Eurosystem contribution to the European Commission's Green Paper*, Bruxelles.

———, 2017, *Guidance to banks on non-performing loans*, Francfort.

Enria A., Farkas A et L. J. Overby, 2016, « Sovereign risk: Black swans and white elephants », *European Economy*, vol. 1, pp. 51-71.

Esposito P. et M. Messori, 2018, *Competitive or recession gains? On the recent macroeconomic rebalances in the EMU*, mimeo.

Gorodnichenko Y., Revoltella D., Svejnar J. et C. T. Weiss, 2018, « Resource misallocation in European firms: The role of constraints, firm characteristics and managerial decisions », *NBER Working Papers*, n° 24444.

International Monetary Fund – IMF, 2011, *Global financial stability report*, avril, Washington.

Lenarčič A., Mevis A. et D. Siklós, 2016, « Tackling sovereign risk in European banks », *ESM Discussion Paper Series*, n° 1, mars.

Messori M., 2016, « Italy », in Schoenmaker D. et N. Véron (eds).

Schoenmaker D. et N. Véron (eds), 2016, « European Banking Supervision: The first eighteen months », *Bruegel Blueprint Series*, n° 25, Bruxelles.

Stiglitz J. E. et Weiss A., 1984, « Banks as social accountants and screening devices for the allocation of credit », *NBER Working Paper*, n° 2710.

COMMENT ACHEVER L'UNION BANCAIRE ?

Nicolas Véron

Bruegel (Bruxelles) et Peterson Institute for International Economics (Washington, DC)

L'union bancaire, engagée à la mi-2012 au moment le plus critique de la crise de la zone euro, est d'abord et avant tout une réponse au défi existentiel que représente le « cercle vicieux banques- souverains » tel qu'il a été révélé au cours de la crise. Elle se compose actuellement de deux nouveaux dispositifs : le « mécanisme de supervision unique » qui centralise la surveillance prudentielle des banques à la Banque centrale européenne, et le « mécanisme de résolution unique » qui organise la résolution future des crises bancaires les plus importantes autour d'une nouvelle agence européenne. Ces réformes sont positives. S'il est encore trop tôt pour se prononcer sur le mécanisme de résolution, la nouvelle architecture de surveillance fonctionne et sa performance apparaît sensiblement supérieure à celle du système antérieur des superviseurs nationaux.

Mais l'union bancaire est un chantier inachevé, qui ne peut encore que très partiellement remplir sa mission de rupture du cercle vicieux banques-souverains. Pour atteindre cet objectif, plusieurs réformes interdépendantes restent à engager. Les principales sont la réduction des expositions excessives des banques au risque souverain de leur pays d'origine, atteignable par une modification appropriée de la réglementation sur les exigences de fonds propres ; la mise en place d'une assurance des dépôts intégrée pour l'ensemble de la zone euro ; et le démantèlement des pratiques de confinement (ring-fencing) pays par pays du capital et de la liquidité des groupes bancaires transfrontaliers à l'intérieur de la zone euro. Avec des dispositions transitoires et un calibrage approprié, ces réformes peuvent être effectuées à traités constants et sans risque pour la stabilité financière.

Mots clés : union bancaire, renflouement interne, assurance des dépôts, mécanisme de supervision unique, mécanisme de résolution unique.

La crise de la zone euro est peut-être terminée. Les signes de normalisation se sont multipliés depuis la mi-2017. Cependant, il est difficile de prononcer sa fin avec certitude compte tenu de la complexité des développements politiques en Europe et de leur impact sur les trajectoires économiques et financières des États membres. Même si cette hypothèse optimiste est confirmée, les réformes auxquelles la crise a donné lieu et qui ont permis de l'endiguer restent inachevées. La plus importante de ces réformes, l'union bancaire, représente d'ores et déjà une amélioration importante par rapport à la situation antérieure, mais est encore loin d'avoir atteint son objectif proclamé, à savoir la rupture du cercle vicieux entre banques et États (ou « souverains », comme les gouvernements nationaux sont communément désignés dans ce débat). Achever l'union bancaire en rompant le cercle vicieux banques-souverains est à bien des égards la priorité européenne du moment, au moins dans le champ économique et financier. Mais cet objectif, partagé rhétoriquement par à peu près tous les responsables politiques de la zone euro, nécessitera des compromis auxquels peu d'entre eux semblent être encore pleinement préparés.

1. Le cercle vicieux banques-souverains

Revenons sur les principaux concepts. Ce n'est pas inutile, tant la dimension financière et spécifiquement bancaire de la crise de la zone euro a eu tendance à être occultée dans les discours dominants, au profit d'une lecture trop exclusivement budgétaire au prisme de la crise des finances publiques et des politiques d'austérité. En réalité, la Grèce est un cas à part de crise de la dette publique à peu près pure – avec également des problèmes structurels dans le secteur bancaire grec, mais qui en définitive sont restés secondaires pendant toute la séquence mouvementée depuis les premiers soubresauts fin 2009. Dans tous les autres pays à problème, le secteur bancaire a été soit clairement à l'origine desdits problèmes, comme en Irlande, en Espagne, à Chypre et en Slovénie ; ou à tout le moins un facteur d'amplification de la crise et de retardement de sa résolution, comme au Portugal et plus récemment en Italie.

Ce que les économistes n'avaient pas bien anticipé – même ceux, nombreux dans le monde anglophone, qui avaient porté un regard critique, voire pessimiste sur l'euro au moment de sa création dans les années 1990 – c'est que les problèmes bancaires et de dette souveraine

se nourriraient l'un l'autre en un cercle vicieux qui précipiterait une fragmentation de l'espace financier de la zone euro (dominé par le secteur bancaire qui, contrairement aux États-Unis, représente l'essentiel de la fonction d'intermédiation financière), et que cette fragmentation à son tour mettrait en péril l'existence même de la zone euro en empêchant une bonne transmission de la politique monétaire à l'économie. Faute d'avoir été prévu par les théoriciens, le cercle vicieux est apparu dans le débat public à la suite de l'observation empirique de la corrélation entre conditions de crédit des banques et des souverains, d'abord discrètement en 2009-2010, grâce notamment au flair des économistes du Fonds monétaire international (FMI), puis plus bruyamment en 2011 et début 2012 lorsque la contagion à l'Espagne et à l'Italie a transformé des problèmes jusque-là relativement localisés en une crise du système dans son ensemble.

L'union bancaire, même si elle a fait écho à des discussions démarrées plusieurs décennies auparavant sur l'achèvement du marché intérieur des services bancaires, est née directement de ce défi. Son lancement officiel, le 29 juin 2012 au petit matin, y fait référence de manière on ne peut plus explicite : le communiqué du Sommet de la zone euro finalisé ce jour-là commence par la proclamation selon laquelle « Nous [chefs d'État et de Gouvernement de la zone euro] affirmons qu'il est impératif de briser le cercle vicieux qui existe entre les banques et les Etats ». Cette phrase fut ensuite répétée exactement dans les mêmes termes dans plusieurs autres communiqués de sommets européens en 2012 et au-delà. Il est donc approprié de définir l'union bancaire par son objectif de rompre le cercle vicieux banques-souverains. En toute logique, cet objectif pouvait être réalisé soit par une union budgétaire (*fiscal union*) mettant en commun la dépense publique, la collecte d'impôts et la capacité d'emprunt, soit par une union bancaire, soit par une combinaison des deux. Mais l'union budgétaire, envisagée dans un premier temps (notamment en Allemagne) pendant la seconde moitié de 2011, est vite apparue irréaliste sur le plan politique, ce qu'elle est encore aujourd'hui. En comparaison, et malgré tous les obstacles prévisibles auxquels elle n'a pas manqué de se heurter, l'union bancaire représente une proposition marginalement moins utopique. C'est donc vers elle que les leaders de la zone euro se sont tournés, par défaut et après avoir éliminé toutes les options alternatives, lorsque l'accélération de la crise au cours du printemps 2012 les a placés au pied du mur.

2. L'union bancaire en pratique

Le projet d'union bancaire a été lancé fin juin 2012 avec deux engagements précis. Le premier a été la mise en place d'un « mécanisme de surveillance (ou supervision) unique » (MSU), sur la base de l'article 127 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne et donc sous l'égide de la Banque centrale européenne. Le second, prévu pour être réalisé « lorsque le MSU aura été créé » devait donner au Mécanisme européen de stabilité (MES), le fonds commun de la zone euro alors en cours de création, « la possibilité de recapitaliser directement les banques ». Le second engagement a été rapidement vidé de sa substance par la mauvaise volonté du gouvernement allemand et notamment de la chancelière Angela Merkel, en une séquence tortueuse qui s'est achevée fin 2014 avec la publication par le MES de conditions pour l'utilisation de son « instrument de recapitalisation [bancaire] directe », suffisamment draconiennes pour que tout le monde comprenne bien qu'il ne serait jamais utilisé[1].

Le premier engagement relatif au MSU, en revanche, a bien été tenu, et mis en application avec diligence grâce notamment au travail efficace, d'abord des services de la Commission sous la houlette du commissaire au Marché intérieur de l'époque, Michel Barnier, puis de la BCE dès avant l'adoption définitive du « Réglement MSU » en octobre 2013, à l'unanimité des 28 États membres de l'Union. En conséquence, le 4 novembre 2014, la BCE est devenue l'autorité unique habilitée à accorder ou à révoquer des licences bancaires dans la zone euro, en substitution des 19 institutions nationales telles que l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) française. Cette petite révolution s'est effectuée dans les stricts délais prescrits par le Réglement MSU, et surtout sans encombre ou accroc majeur (même s'il y a eu bien des accrocs mineurs). Depuis lors, la BCE s'est affirmée comme une des principales institutions de surveillance bancaire dans le monde[2]. Elle est généralement reconnue comme plus rigoureuse que les autorités nationales qu'elle a remplacées, ce qui était loin d'être gagné d'avance, ne serait-ce que du fait de l'immense complexité poli-

1. En guise d'épilogue, la declaration franco-allemande de Meseberg du 19 juin 2018 a proposé de « remplacer l'instrument de recapitalisation directe » par la fonction de « backstop » confiée au MES vis-à-vis du Fonds de résolution unique (voir ci-après), dont l'objet est toutefois bien différent puisqu'il ne peut intervenir par définition que dans les situations où une banque n'est pas viable et n'a donc pas vocation à être recapitalisée.
2. En termes d'actifs cumulés des banques placées sous son autorité, la BCE est à présent numéro 2 mondial, derrière son homologue chinois et loin devant les États-Unis.

tique et opérationnelle de la transition de l'ancien régime au nouveau, et de sa durée remarquablement brève.

De plus, l'union bancaire telle qu'elle a été mise en oeuvre jusqu'à présent ne se résume pas au MSU. En décembre 2012, les chefs d'État et de Gouvernement ont décidé de compléter celui-ci par la mise en place parallèle d'un « Mécanisme de résolution unique » (MRU) pour la « résolution » (ou restructuration administrative) des banques non viables (*failing or likely to fail*), une procédure nouvelle pour la plupart des États membres et inspirée principalement par les pratiques établies aux États-Unis. Opérationnel pour l'essentiel depuis le 1er janvier 2016, le MRU est organisé autour d'une nouvelle institution, le Conseil de résolution unique (CRU) établi à Bruxelles, qui prend les décisions majeures en matière de résolution bancaire et dispose pour ce faire d'un Fonds de résolution unique (FRU), abondé progressivement par les banques de la zone euro pour atteindre en 2024 une taille cible d'environ 60-70 milliards d'euros (25 milliards à la mi-2018). A l'heure où sont rédigées ces lignes, le CRU est en place mais n'a pris qu'un nombre très limité de décisions (la principale d'entre elles en juin 2017 portant sur le cas de Banco Popular Español, reprise par le groupe Santander), ce qui rend encore difficile l'évaluation de sa performance et de sa crédibilité[3].

3. Un projet inachevé

La mise en place du MSU et du MRU a donc eu lieu rapidement, et dans l'ensemble avec succès. Mais elle n'a pas pour autant permis d'atteindre l'objectif assigné à l'union bancaire, à savoir de briser le cercle vicieux entre banques et souverains. De fait, ce cercle vicieux est encore largement intact. Pour s'en convaincre, il convient de considérer plus en détail ses principaux éléments.

L'interdépendance entre crédit bancaire et crédit souverain emprunte plusieurs canaux, directs et indirects. Les canaux directs sont ceux par lesquels une tension sur la dette souveraine affaiblit directement les banques du pays en question, et par lesquels, réciproquement, une crise bancaire domestique affaiblit le crédit souverain. Les canaux indirects passent par ce qu'il est convenu

3. Un rapport de la Cour des comptes européennes publié en décembre 2017 a porté sur le MRU et le CRU un jugement d'étape passablement critique.

d'appeler l'économie réelle, ou en d'autres termes l'impact conjoncturel des difficultés financières des banques et/ou du souverain. Une dégradation des finances publiques a ainsi un impact négatif sur l'économie, qui lui-même entraîne une détérioration de la situation du secteur bancaire ; en sens inverse, une crise bancaire a également un impact macroéconomique négatif, avec un effet en cascade sur la soutenabilité des finances publiques.

Pour l'essentiel, les canaux directs de contagion des banques vers le souverain correspondent aux garanties publiques apportées au secteur bancaire. C'est dans ce domaine que l'union bancaire incomplète mise en place depuis 2012 (à savoir la combinaison du MSU et du MRU) a apporté les améliorations les plus tangibles, en contribuant à l'érosion des garanties implicites dont bénéficient les créanciers des banques (ainsi que leurs déposants non couverts par la garantie des dépôts). Le tandem MSU-MRU contribue à crédibiliser le principe selon lequel ces créanciers ne seront pas remboursés si la banque n'est pas viable, contrairement à la pratique quasi-générale de renflouement ou « *bail-out* » des créanciers (et même de certains actionnaires) pendant les premières années de crise financière après 2007. Cette imposition de pertes aux créanciers, connue dans le jargon financier sous le nom de « *bail-in* », va de pair avec la mise en place du processus de résolution administrative des banques en difficulté (par opposition à une liquidation judiciaire), désormais sous l'égide du CRU pour les banques significatives en zone euro. Le *bail-in* des créanciers subordonnés est devenu au cours des dernières années une pratique bien établie dans la zone euro, et qui n'est plus guère remise en question[4]. La situation est beaucoup moins claire, toutefois, pour les créances *senior* qui représentent une composante essentielle du financement des banques, et qui ont généralement fait l'objet d'une protection publique, y compris dans des cas récents comme ceux des banques de Vénétie en juin 2017[5]. Par ailleurs, les gouvernements nationaux restent potentiellement engagés dans les cas de recapitalisation dite de précaution, applicable à des banques considérées comme viables mais néanmoins en situation difficile. Tel a été notamment le cas pour deux banques

4. Une exception légitime à ce principe est maintenant reconnue par la pratique européenne dans les cas où les créanciers détiennent des titres subordonnés en conséquence de pratiques de vente abusives par les banques à leurs propres clients particuliers, comme cela a hélas été souvent le cas en Italie et occasionnellement aussi dans d'autres États membres. Dans de tels cas, ainsi ceux des banques de Vénétie en 2017, les victimes peuvent bénéficier d'un dispositif de remboursement dédié.

5. Dans le cas de Banco Popular, la situation de la banque a permis de mener à bien le processus de résolution sans avoir à imposer de *bail-in* aux créanciers *seniors*.

grecques fin 2015, et surtout pour la banque Monte dei Paschi di Siena, pratiquement nationalisée par le gouvernement italien à la mi-2017. La même observation vaut pour les systèmes de garantie gouvernementale de certains passifs bancaires, comme celui mis en place en Italie en 2016. Et bien sûr, la garantie (explicite) des dépôts reste pour le moment entièrement du ressort national d'un point de vue financier, même si ses modalités ont fait l'objet d'une harmonisation européenne assez poussée. Au total, les canaux de contagion des banques vers les souverains restent très significatifs, même en tenant compte de l'amélioration que représente l'affirmation du principe du *bail-in* en substitution des pratiques antérieures de *bail-out*.

Dans la direction opposée, des souverains vers les banques, le canal de contagion directe le plus évident est l'existence d'un biais domestique très significatif dans les portefeuilles de dette publique de la zone euro détenus par les banques. Au lieu de diversifier ces portefeuilles, comme on aurait pu s'y attendre compte tenu de l'absence de risque de change, la plupart des banques ont conservé des expositions souveraines fortement concentrées dans leur pays d'origine, qui représentent généralement plus de la moitié (et dans nombre de cas plus des trois-quarts) du total en zone euro. De ce fait, une dégradation du crédit souverain se traduit mécaniquement par une perte importante, au moins latente, pour les banques du pays concerné. Pour le moment du moins, la mise en place du MSU et du MRU ne s'est pas traduite par une réduction de ce biais domestique. Par ailleurs, la dégradation des finances publiques affaiblit également les garanties publiques dont les banques sont susceptibles de bénéficier, un canal de contagion d'autant plus réel que ces garanties sont perçues comme importantes.

Enfin, les canaux indirects (ou macroéconomiques) sont d'autant plus forts que l'activité des banques reste concentrée sur leur pays d'origine. De ce point de vue également, la mise en place du MSU et du MRU n'a pas, pour le moment, conduit à un changement radical du paysage. La grande majorité des banques de la zone euro restent confinées à un seul État membre, et l'intégration bancaire transfrontalière n'a guère progressé. En particulier, l'essentiel des fusions et acquisitions au cours des dernières années a eu lieu entre banques d'un même pays – à de rares exceptions près, comme le rachat par l'Espagnole CaixaBank de la banque BPI au Portugal.

En résumé, considéré au prisme de l'analyse économique, le cercle vicieux entre banques et souverains est à peu près intact. Pour atteindre l'objectif de le briser, proclamé à l'unisson par les dirigeants

européens depuis 2012, de nouvelles initiatives de réforme apparaissent indispensables.

4. Comment briser le cercle vicieux

Pour ce faire, aucune des mesures nécéssaires n'est politiquement aisée (comme souvent, les réformes les plus faciles ont déjà été menées), mais aucune n'apparaît non plus politiquement impossible. Surtout, ces mesures sont interdépendantes. En conséquence, il est probable que si elles sont un jour adoptées, elles le seront ensemble, ou tout au moins dans le cadre d'un processus de décision coordonné.

Pour bloquer la contagion directe des banques vers les souverains, les garanties publiques dont continue de bénéficier le système bancaire doivent être démantelées autant que possible, en poursuivant autant qu'il est raisonnable le mouvement déjà engagé dans la direction du *bail-in*. Comme il est impossible de les supprimer toutes sans mettre fondamentalement en danger la stabilité financière, les garanties résiduelles doivent être transférées du niveau national vers le niveau européen. Ceci doit s'appliquer aux garanties explicites, à savoir l'assurance des dépôts qui devrait être mutualisée comme l'a proposé en 2015 la Commission européenne avec son projet EDIS (*European Deposit Insurance Scheme*). Des amendements à ce projet sont envisageables afin d'optimiser les incitations des gouvernements nationaux, notamment en matière de calcul des primes d'assurance, mais sans compromis sur le caractère uniforme de la garantie qui sera apportée à tous les déposants (dans la limite actuellement fixée à 100 000 euros par compte) quel que soit leur pays au sein de la zone euro. Quant aux garanties implicites, elles devraient également être mutualisées, même s'il apparaît envisageable de le faire seulement dans un deuxième temps, postérieurement à la décision de mise en place de l'EDIS. À cette fin, le MES devrait être habilité à procéder à des recapitalisations de précaution (ce qui n'est pas le cas aujourd'hui) et à apporter des garanties temporaires à l'émission de dette bancaire, dans des conditions suffisamment strictes pour éviter les abus mais suffisamment souples pour pouvoir faire face à tout l'éventail des situations futures de risque systémique[6].

6. Cette capacité d'intervention du MES devrait en principe être similaire à celle mise en place par les États-Unis en 2008-09 sous la forme du programme TARP (*Troubled Asset Relief Program*).

Pour limiter la contagion directe des souverains vers les banques, l'option la plus simple consiste à modifier la réglementation bancaire applicable aux banques de la zone euro, en pénalisant non pas la détention de portefeuilles de dette souveraine en tant que telle, laquelle est indispensable au bon fonctionnement du système, mais plutôt celle de portefeuilles insuffisamment diversifiés au sein de la zone euro. Ceci pourrait être réalisé sous la forme de « charges de concentration », une modification du calcul des ratios prudentiels qui ne toucherait que les cas d'expositions souveraines excessivement concentrées dans un seul pays. En pratique, les expositions souveraines d'une banque de la zone euro vis-à-vis d'un pays donné de la zone euro ne feraient l'objet d'une surcharge en capital (ou en termes plus techniques, d'un alourdissement du dénominateur du ratio minimum de capital ramené aux actifs pondérés) que si elles dépassent un certain seuil, en proportion du capital réglementaire « Tier 1 » (qui fait référence en matière de détermination des « grands risques »). Pour donner un exemple de calibrage possible, les expositions souveraines (calculées pays par pays, y compris celles vis-à-vis des collectivités territoriales et de certaines entreprises publiques selon les conventions du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire) en-dessous d'un tiers du capital Tier-1 ne seraient pas du tout pénalisées, et celles au-dessus de ce seuil seraient pénalisées de manière progressive, avec des coefficients qui deviendraient dissuasifs au-delà de 100 ou 150 pour cent du capital Tier-1. Une banque qui détiendrait aujourd'hui deux fois son capital Tier-1 en expositions à son pays d'origine pourrait ainsi entièrement échapper aux pénalités en diversifiant son portefeuille vers six pays de la zone euro, soit un tiers du capital pour chaque pays (y compris le pays d'origine). S'il est introduit de manière progressive et avec une préparation adéquate des investisseurs, un tel dispositif pourrait être pleinement effectif environ une décennie après la décision d'adoption sans perturber la stabilité des marchés, un ordre de grandeur temporel similaire à celui envisagé par la Commission européenne pour l'EDIS.

Enfin, les canaux de contagion indirecte pourraient être fortement affaiblis par l'encouragement de l'intégration des banques de la zone euro sur une base transfrontalière. L'introduction d'EDIS est sans doute l'élément le plus important en la matière, mais il conviendrait également de démanteler les pouvoirs dont disposent actuellement les autorités nationales pour imposer un confinement géographique (*ring-fencing*) du capital et de la liquidité des groupes bancaires transfronta-

liers. De tels pouvoirs sont naturellement en contradiction avec le principe même d'une union bancaire. D'autres mesures complémentaires sont envisageables, par exemple une meilleure reconnaissance des avantages en termes de stabilité financière d'une diversification géographique des risques bancaires au sein de la zone euro, notamment dans les méthodologies de calcul des risques et dans les scénarios de tests de résistance (*stress tests*).

Ces différentes mesures sont logiquement interdépendantes. En particulier, il est probable que les États membres n'accepteront la mise en place de l'EDIS que si les expositions souveraines concentrées sont pénalisées – dans le cas contraire, l'accès facilité des banques aux dépôts pourrait être utilisé à mauvais escient par les États membres pour obtenir de « leurs » banques domestiques des conditions de financement préférentielles au-delà du raisonnable. Par ailleurs, la prohibition du *ring-fencing* géographique ne peut probablement pas faire l'objet d'un accord en l'absence d'EDIS, car les États membres argueraient alors de la nécessité de protéger « leurs » déposants pour imposer de telles mesures de fragmentation. Ces interdépendances suggèrent une décision coordonnée pour l'introduction de charges de concentration, celle d'EDIS, et l'élimination du *ring-fencing* à l'intérieur de la zone euro. La mutualisation au niveau européen des garanties publiques implicites (autres que l'assurance des dépôts) pourrait le cas échéant être envisagée dans une étape ultérieure.

5. Perspectives politiques

Un tel programme de réforme est-il réaliste ? Chacun de ses éléments a fait l'objet de discussions approfondies entre États membres depuis 2012, sans qu'un consensus ait pu être atteint. Par exemple, la question des expositions souveraines concentrées a été expertisée par un groupe de haut niveau mandaté par le Conseil en 2015-2016, mais ce processus n'a pas abouti à une décision – le rapport final du groupe n'a même pas été rendu public. Plusieurs États membres ont adopté des positions de négociation assez dures en la matière, qui sont souvent restées inchangées pour l'essentiel, même dans les cas d'alternance politique au niveau national.

Il serait toutefois exagérément pessimiste d'en conclure que tout progrès est impossible. Premièrement, les circonstances ont changé au cours des dernières années. Le MSU en particulier a établi sa crédibilité,

et les prêts non performants des banques de la zone euro sont en diminution sensible depuis 2016. Les craintes de mutualisation des risques hérités de la crise financière (les *Altlasten* du débat allemand) ont donc vocation à s'émousser peu à peu. Deuxièmement, il est tout à fait possible que l'équilibre actuel, avec le MSU et le MRU en position d'autorité à l'échelle européenne et avec le cercle vicieux banques-souverains encore bien vivace, ne soit pas stable, notamment sur le plan politique. En d'autres termes, les citoyens et contribuables de la zone euro sont en droit d'attendre que la responsabilité administrative intégrée des autorités de contrôle et de résolution soit reflétée dans une responsabilité financière également intégrée, pour faire face aux conséquences des futures crises financières et autres défaillances du système. Si les moyens correspondants (y compris l'EDIS) ne sont pas mis en place, l'acquis que représentent le MSU et le MRU dans leur forme actuelle pourrait lui-même à l'avenir se trouver remis en question. Troisièmement, et à un niveau plus général, l'union bancaire est (avec la creation du MES) la principale réforme engagée au niveau européen en réponse à la crise financière. En fonction des circonstances à venir, les dirigeants politiques de la zone euro pourraient bien arriver à la conclusion que si cette réforme manque d'atteindre ses objectifs proclamés, comme c'est actuellement le cas, leur propre crédibilité pourrait être en jeu.

Il n'est pas exclu que ces différentes motivations permettent de surmonter les obstacles politiques majeurs qui se dressent contre l'adoption des réformes brièvement esquissées ci-dessus. Les élections parlementaires européennes de fin mai 2019 auront naturellement valeur de test de l'appétit des opinions publiques européennes pour une intégration plus cohérente, y compris en matière de politiques financières de la zone euro. Leur résultat sera à l'évidence determinant.

6. Conclusion

Le programme de réformes proposé ici, à savoir pour l'essentiel les charges de concentration, l'EDIS, et le démantèlement du *ring-fencing*, permettrait d'atteindre l'objectif proclamé du projet d'union bancaire, à savoir la rupture du cercle vicieux entre banques et souverains tel qu'il a été révélé au paroxysme de la crise de la zone euro.

Ce programme serait-il pour autant suffisant pour assurer la solidité et la stabilité futures de la zone euro ? Oui et non. La rupture du cercle

vicieux augmenterait considérablement la résilience du système, en éliminant les principaux mécanismes de contagion actuels et en réduisant considérablement en conséquence le risque dit de redénomination, c'est-à-dire d'éclatement de l'union monétaire. Pour autant, certains scénarios de crise particulièrement disruptifs resteraient insuffisamment couverts en l'absence d'une union budgétaire, laquelle permettrait notamment la collecte de revenus significatifs et leur allocation au niveau européen indépendamment des orientations politiques des États membres. Mais l'achèvement de l'union bancaire relèverait très sensiblement le seuil de gravité d'une crise qui rendrait indispensable l'adoption d'une véritable union budgétaire. De ce point de vue, la décision essentielle prise par les chefs d'État et de Gouvernement en juin 2012, à savoir de prioriser l'union bancaire sur l'union budgétaire, a gardé tout son sens depuis lors. La construction européenne restera inachevée pour très longtemps, mais l'union bancaire peut la rendre sensiblement plus pérenne, plus solide et plus cohérente.

Au-delà du programme présenté dans ces lignes, d'autres mesures seraient par ailleurs necessaires pour parachever un véritable marché unique des services bancaires, en parallèle au projet également engagé par l'Union européenne d'une « union des marchés de capitaux » pour les services financiers non bancaires. De telles mesures devraient couvrir des domaines aussi divers que la comptabilité et l'audit, le droit des faillites, la fiscalité, ou le financement du logement et des retraites. Mais un achèvement complet du marché unique n'est pas indispensable pour atteindre l'objectif de briser le cercle vicieux banques-souverains. C'est ce dernier objectif, tel qu'exprimé clairement par les dirigeants de la zone euro depuis 2012, qui doit servir de guide pour les prochaines initiatives de réforme.

Partie III

QUELLE POLITIQUE BUDGÉTAIRE EN EUROPE ?

Les règles budgétaires : une analyse empirique sur données révisées et en temps réel **281**
Pierre Aldama, Jérôme Creel

Refonte des règles budgétaires européennes **307**
Bruno Ducoudré, Mathieu Plane, Xavier Ragot, Raul Sampognaro, Francesco Saraceno et Xavier Timbeau

LES RÈGLES BUDGÉTAIRES
UNE ANALYSE EMPIRIQUE SUR DONNÉES RÉVISÉES ET EN TEMPS RÉEL[1]

Pierre Aldama
Sciences Po, OFCE
Jérôme Creel
Sciences Po, OFCE et ESCP Europe

Nous estimons des fonctions de réaction budgétaires afin de capturer deux objectifs de la politique budgétaire : la stabilisation du cycle macroéconomique et la stabilisation de la dette publique, selon la position de l'économie dans le cycle, avec une attention particulière aux années de crise (2009-2013) et en fonction de l'appartenance ou non à la zone euro. Nous utilisons des données révisées et en temps réel entre 1996 et 2018 pour les 15 premiers pays membres de l'UE plus 4 économies avancées de l'OCDE. Les données en temps réel aident à identifier les déterminants effectifs des États au moment de leurs décisions budgétaires. Nous ne trouvons aucune preuve empirique d'un comportement budgétaire « irresponsable », du point de vue de la soutenabilité budgétaire, des pays de la zone euro. Le solde primaire et le solde structurel primaire s'accroissent respectivement de 0,7 et 0,5 point de PIB à la suite d'une hausse de 10 points de PIB de la dette publique, toutes choses égales par ailleurs. Pendant la crise, les États extérieurs à la zone euro ne réagissent plus à la dette publique, contrairement à ceux de la zone euro. Nous trouvons ensuite que la politique budgétaire est contra-cyclique, en haut de cycle et en dehors des années de crise ; cependant, sa composante discrétionnaire est plutôt pro-cyclique, particulièrement en bas de cycle et pendant les années de crise. La principale différence entre les États de la zone euro et les autres tient au caractère pro-cyclique de la consolidation budgétaire des premiers après la crise de 2008-2009. Les résultats pour la zone euro plaident pour une réforme des règles budgétaires, mais pas forcément dans le sens le plus généralement admis. En effet, la question de la discipline de marché ne semble pas primordiale : les États assurent, par leurs politiques budgétaires, la soutenabilité de leurs finances publiques. Cela concourt

1. Nous remercions le rapporteur anonyme pour ses remarques pertinentes qui ont permis d'améliorer le contenu de l'article. Nous restons seuls responsables des erreurs et imprécisions éventuelles.

sans doute à des politiques pro-cycliques qui retardent la stabilisation macroéconomique parce qu'elles pèsent, *via* les effets multiplicateurs, sur l'activité et accélèrent, au lieu de la ralentir, l'accumulation des dettes publiques. Les politiques budgétaires européennes ont donc grand besoin d'être plus souples, moins normatives, centrées sur les propriétés de stabilisation. Cela passera par une attention moins grande portée à l'objectif de dette publique au bénéfice de politiques discrétionnaires de stabilisation.

Mots clés : politique budgétaire, données en temps réel, données révisées, règle budgétaire, zone euro.

Les États membres de la zone euro ont mal géré la crise financière internationale de 2008, en s'engageant dans une politique de consolidation budgétaire prématurée et généralisée à tous les États membres dès 2011, et précipitant l'économie européenne dans une nouvelle récession en 2012-2013. La responsabilité des règles budgétaires européennes dans cette erreur de politique macroéconomique ne peut être écartée : d'un côté, les règles n'ont pas été appliquées par certains pays qui ont eu, comme la Grèce, des déficits « excessifs » quasi-continus depuis la création de l'euro ; de l'autre, l'application de manière insuffisamment flexible des dispositions du Pacte de stabilité et de croissance a prolongé la crise.

Dans un tel contexte, on comprend aisément pourquoi de nouvelles réformes des règles budgétaires sont à prévoir. L'application de règles insuffisamment flexibles et contingentes au contexte macroéconomique engendre, en cas de crise, des coûts économiques importants qui, *in fine*, écartent les États d'une situation de solvabilité ou de soutenabilité de leurs finances publiques. En situation de conjoncture plus favorable, les incitations à appliquer les règles (ou les mécanismes y contribuant) peuvent être insuffisantes et des déviations fréquentes vis-à-vis de la règle budgétaire engendrent, là aussi, des risques potentiels d'insoutenabilité budgétaire.

La focalisation des débats sur le respect de règles comptables, et les réformes envisagées pour les améliorer – assurer une meilleure application des règles existantes ou adopter de nouvelles règles –, négligent bien souvent un élément important : la description du comportement des États, donc de leurs motivations et de leurs déterminants. Les États sont jugés sur la base du respect de règles numériques qui servent de

référence pour juger du caractère approprié de la politique budgétaire en Europe. Un déficit public sera jugé « excessif », donc inapproprié, s'il dépasse la limite de 3 % du PIB. Cela n'en dit pas très long cependant sur les raisons qui auront prévalu à ce dépassement. Certes, celui-ci pourra être jugé acceptable si diverses conditions sont respectées, par exemple si le pays en question a subi un ralentissement économique. La dimension statique et comptable de cette évaluation – le ralentissement en question portera sur l'année écoulée et sera compris dans une fourchette – n'informe cependant pas sur le comportement de l'État en question : est-ce uniquement le ralentissement économique qui a provoqué l'augmentation du déficit *au-delà* de l'objectif de 3 % du PIB, ou l'augmentation forte des taux d'intérêt sur la dette, par exemple ? N'est-ce pas plutôt la faiblesse non anticipée de l'inflation, la mise en œuvre d'un plan de relance, ou une gabegie financière incontrôlée ? Sans ce surcroît d'informations – que les États fournissent par ailleurs à la Commission européenne –, il n'est guère possible de savoir si les États membres ont sciemment dérogé à la règle, ont modifié structurellement leur politique budgétaire (au-delà de l'information fournie, il faut aussi avoir caractérisé le comportement passé des États), ou ont juste eu à faire face à des conditions économiques exceptionnelles ou simplement différentes de celles qu'ils avaient anticipées.

En estimant le comportement des États, donc leurs règles budgétaires, nous cherchons à mesurer la contribution de tous ces facteurs et à vérifier ou voir émerger les objectifs (de stabilité économique ou de soutenabilité budgétaire) que les États ont coutume de poursuivre. Il serait aussi possible de mesurer, à l'erreur d'estimation près, les éventuels écarts de conduite par rapport à ce que leur comportement passé a révélé. Dans ce cadre, le jugement porté sur la plus ou moins bonne application des règles budgétaires ne passe pas par la comparaison d'un indicateur budgétaire avec ce qu'il devrait être selon une règle normative (dont les fondements ne sont pas toujours qu'économiques) mais par la comparaison de cet indicateur avec ce qu'il a été dans des conditions économiques similaires. Les résultats qu'on en retirerait seraient d'autant plus intéressants qu'ils témoigneraient du comportement *effectif* des États. Pour cela, il est préférable d'utiliser les données dont disposaient les décideurs politiques au moment de leurs prises de décision, et non pas des données statistiques révisées.

La meilleure compréhension des déterminants de la politique budgétaire ne se limite pas à la zone euro (ZE) ou à l'Union européenne

(UE). Aussi, à partir d'un panel de pays de l'OCDE, nous cherchons à expliquer le comportement budgétaire des États par trois variables principales : la dette publique sur PIB, l'écart de production (ou *output gap*) et le taux d'inflation. Nous testons les réactions de deux instruments de politique budgétaire à ces trois variables : le solde primaire et le solde structurel primaire, l'un et l'autre exprimés en pourcentage du PIB. Nous testons la robustesse des spécifications obtenues à l'introduction de variables indicatrices d'appartenance à l'UE et à la ZE et des variables indicatrices de situation de crise économique. Nous évaluons leurs effets spécifiques (ou en interaction avec des variables macroéconomiques) sur les comportements budgétaires. Nous procédons à ces différents tests sur des variables *ex post*, potentiellement révisées, puis sur des variables disponibles en temps réel. Nous pouvons donc comparer les règles budgétaires en fonction de l'instrument utilisé, en fonction de variables institutionnelles, et en fonction de la temporalité de l'information sur laquelle nous basons les estimations de règles budgétaires.

Les conclusions principales quant à la conduite de la politique budgétaire dans 19 pays de l'OCDE et au cours des vingt dernières années sont de trois ordres. En lien avec les enjeux de soutenabilité d'abord, nos estimations indiquent que les gouvernements suivent, en moyenne, une règle de stabilisation de leur ratio d'endettement ; ce résultat est d'ailleurs relativement robuste selon qu'on utilise des données *ex post* ou en temps réel. Il reste à noter que pendant la crise, les gouvernements des pays extérieurs à la ZE ne réagissent plus à la dette publique, contrairement aux gouvernements des pays de la ZE qui continuent d'assurer la soutenabilité budgétaire. En matière de contra-cyclicité ou pro-cyclicité de la politique budgétaire, nous aboutissons à des résultats contrastés selon l'instrument considéré (solde primaire ou solde structurel primaire), la temporalité des données utilisées (*ex post* ou temps réel) ou encore selon la position dans le cycle et pendant la crise. Enfin, nous trouvons une tendance à la consolidation budgétaire pro-cyclique dans la ZE pendant la crise. C'est bien cette tendance qui justifie une réforme des règles budgétaires européennes.

1. Revue de littérature

La littérature sur les règles budgétaires se sépare en deux grandes traditions : la première est plutôt institutionnelle et traite des dispositifs précis permettant de limiter les déficits et les dettes publics, de les justi-

fier et, plus généralement, d'encadrer les pratiques de politique budgétaire. On y trouve des articles utilisant une veine plutôt normative et d'économie politique pour proposer et classer les règles selon des critères politico-économiques (e.g. Kopits et Symansky, 1998 ; Buti, Eijffinger et Franco, 2003 ; Creel, 2003) et des articles utilisant la science politique et les déterminants politiques des pratiques budgétaires (e.g. Hallerberg et von Hagen, 1999 ; Hallerberg, Strauch, et von Hagen, 2007) et/ou une dimension plus stratégique (e.g., Alesina, 1987 ; Leeper, 1991) pour justifier l'adoption de règles et prévoir leur application et les sanctions nécessaires à celle-ci.

La seconde tradition est plus exclusivement empirique et vise à décrire le comportement budgétaire des États en estimant leurs déterminants économiques. La question de la soutenabilité des dettes publiques a longtemps été primordiale (e.g. Barro, 1986 ; Bohn, 1998). La capacité de la politique budgétaire à stabiliser l'économie, en étant donc contra-cyclique, a ensuite été débattue (e.g. Arreaza, Sorensen et Yosha, 1999) à la suite du succès rencontré par la règle de Taylor (1993) qui décrit le comportement de la banque centrale par rapport à des objectifs d'inflation et de croissance. Deux extensions ont suivi : la première a étudié les questions de soutenabilité et de contra-cyclicité en estimant une seule et même règle (e.g. Gali et Perotti, 2003), et la seconde a consisté à appliquer la spécification précédente, non plus sur les données *ex post*, mais sur les données disponibles en temps réel auprès des décideurs politiques (e.g. Golinelli et Momigliano, 2006 ; Cimadomo, 2012, 2016).

Le présent article s'inscrit dans cette seconde tradition. Il complète quelques contributions récentes en panel sur la soutenabilité budgétaire (Afonso et Jallès, 2015), sur la contra-cyclicité des politiques budgétaires et sur ces deux dimensions étudiées simultanément (Huart, 2013 ; Plödt et Reicher, 2015 ; Checherita-Westphal et Zdarek, 2017) et sur les différences entre données *ex post* et données en temps réel (Beetsma et Giuliodori, 2010 ; Paloviita et Kinnuen, 2011).

Afonso et Jallès (2015) étudient les propriétés statistiques en panel de variables de finances publiques (stationnarité, cointégration) entre 1970 et 2010 et concluent que la soutenabilité n'est pas assurée dans la très grande majorité des pays étudiés. D'autres travaux des mêmes auteurs, sur données individuelles (Afonso et Jallès, 2016), introduisent des changements de régime et nuancent la conclusion précédente. Dans ce cas en effet, le nombre de pays pour lequel la soutenabilité

n'est pas assurée diminue fortement. Aldama et Creel (2017, 2018) ont montré à quel point les propriétés des changements de régime étaient importantes pour la soutenabilité à long-terme de la dette publique. Partant de l'idée que les gouvernements n'accroissent que *périodiquement* leur solde budgétaire primaire à la suite d'une hausse de la dette publique, ils développent des conditions de soutenabilité budgétaire, en fonction de la durée de chaque *régime* budgétaire – soutenable *versus* insoutenable – et des réactions du solde primaire à la dette publique spécifiques à chaque régime. Ainsi, même des périodes de consolidation budgétaire brèves mais de grande ampleur – à l'instar de la consolidation budgétaire menée par l'Administration Clinton dans les années 1990 – peuvent garantir la soutenabilité de la dette publique à long-terme.

Huart (2013) estime entre 1970 et 2009 la réaction du solde structurel primaire à la variation de l'écart de production et à la dette publique sur un panel de pays de la zone euro et sur données individuelles sur un échantillon élargi à 6 autres pays de l'OCDE. Elle conclut que la politique budgétaire est très contra-cyclique dans la zone euro, tandis que la réaction à la dette publique est peu significative. De façon désagrégée, pays par pays, la politique budgétaire apparaît cependant moins contra-cyclique, et plus souvent acyclique. Quoi qu'il en soit, F. Huart rejette l'hypothèse de procyclicité de la politique budgétaire dans la zone euro, avant 2009. Le degré d'inertie dans la politique budgétaire est pour sa part très élevé et très significatif.

Plödt et Reicher (2015) retirent du solde primaire et du solde structurel primaire les mesures budgétaires exceptionnelles (*one-off*, en anglais) et évaluent leurs réactions respectives à l'écart de production et à la dette publique. Contrairement à de nombreuses études, ils réalisent des estimations non-linéaires et réconcilient la littérature sur les fonctions de réaction et celles sur les estimations directes des stabilisateurs automatiques. Là où la première conclut généralement à un effet assez faible de l'écart de production sur la politique budgétaire, la seconde conclut facilement que cette sensibilité est proche de 0,5. En appliquant leur méthodologie, Plödt et Reicher trouvent une sensibilité de la politique budgétaire à l'écart de production un peu supérieure à 0,5. Leurs résultats sont robustes à l'introduction de données révisées et de données prévisionnelles sur l'écart de production.

Checherita-Westphal et Zdarek (2017) estiment la réaction du solde primaire sur un panel de pays de la zone euro entre 1970 et 2013 et

élargissent considérablement le nombre de variables explicatives : solde des comptes courants, degré d'ouverture, inflation, etc. Les résultats sont très différents de ceux de Huart (2012), obtenus cependant à partir d'un autre instrument budgétaire. L'inertie dans le comportement budgétaire est bien moins forte, la réaction à la dette publique est positive et très significative, et l'écart de production n'est jamais significatif. La réaction budgétaire n'est pas totalement a-cyclique pour autant, dans la mesure où le solde primaire réagit positivement et significativement au taux de croissance du PIB.

Beetsma et Giuliodori (2010) estiment les règles budgétaires sur données en temps réel entre 1995 et 2006, puis étudient les réactions budgétaires à de nouvelles informations, notamment sur l'activité économique. Ils distinguent deux phases dans les pratiques budgétaires : il y a la période préparatoire de prévision du budget, puis la période de mise en œuvre. Beetsma et Giuliodori montrent ainsi que dans la première phase, la politique budgétaire est acyclique dans l'UE et contra-cyclique dans les autres pays de l'OCDE. Dans la seconde phase, les politiques budgétaires européennes deviendraient pro-cycliques tandis qu'elles deviendraient acycliques dans les autres pays de l'OCDE.

Paloviita et Kinnunen (2011) intègrent la crise de 2008-2009 dans leur échantillon qui s'étend de 1997 à 2010 et estiment la réaction du solde structurel primaire à l'*output gap* pour un panel de 12 pays de la zone euro. Ils montrent que la politique budgétaire prévisionnelle est contra-cyclique, d'une part et, d'autre part, que la politique budgétaire mise en œuvre a été modifiée lors de la phase de crise économique pour répondre aux erreurs de prévision budgétaire et atténuer les effets de la crise.

2. Données et méthode empirique

À la différence de la politique monétaire qui contrôle quasi-directement le taux d'intérêt de court-terme *via* des opérations d'*open-market* et que l'on observe en temps réel, la politique budgétaire ne dispose pas vraiment d'un instrument que le gouvernement contrôlerait instantanément.

Ceci tient au fait que le solde budgétaire primaire et d'autant plus le solde structurel primaire, généralement exprimés en pourcentage de PIB et de PIB potentiel, sont des constructions comptables pour

lesquelles on dispose au mieux d'observations trimestrielles et qui sont sujettes à révisions. Ces phénomènes sont encore plus marqués dans le cas du solde structurel primaire dans la mesure où il dépend en plus de l'estimation du PIB potentiel et des élasticités des dépenses et des recettes au PIB et au niveau des prix. Par ailleurs, compte tenu de l'existence de stabilisateurs automatiques, la dynamique des recettes et des dépenses est en grande partie endogène à l'activité économique et échappe partiellement au contrôle des gouvernements dans l'exécution de leur budget. Par conséquent, le niveau *ex post* de solde budgétaire (en pourcentage de PIB) peut dévier très significativement de son niveau planifié *ex ante*. Enfin, les mesures de PIB potentiel ou d'écart de PIB ont elles-mêmes tendance à être fortement révisées, en particulier depuis la crise financière et la récession de 2008 (voir Coibion *et al.* 2017), ce qui induit mécaniquement un biais dans l'estimation de la réaction budgétaire à l'activité économique.

Par conséquent, une solution peut être d'utiliser une mesure en temps réel de l'instrument budgétaire et des variables d'intérêt (PIB, écart de PIB, inflation, dette publique, etc.), à l'instar de Golinelli et Momigliano (2006), Beetsma et Giuliodori (2010) et Cimadomo (2012, 2016).

Pour construire notre base de données *ex post* et en temps réel, nous avons utilisé différents millésimes des *Perspectives Économiques de l'OCDE* (édition de décembre) allant de 1996 à 2017. Par convention, les séries *ex post* sont tirées du millésime de décembre 2017 et s'arrêtent en 2016[2]. Ensuite, pour chaque série en temps réel, nous avons extrait le « forecast » et le « nowcast » des différents millésimes de l'OCDE. De manière formelle, la mesure *ex post* de la variable x_t pour un ensemble d'information $T \geq t$ se note $x_{t|T}$, tandis que son nowcast et son forecast en $t-1$ se notent respectivement $x_{t|t}$ et $x_{t|t-1}$. Nos séries en temps réel couvrent les années 1996-2018. Nous disposons d'observations pour les séries de solde primaire (en % de PIB) et de solde structurel primaire[3] (en % de PIB potentiel), de dette financière brute des APU (en % de PIB)[4], de PIB potentiel, d'écart de PIB (en % du PIB potentiel) et d'inflation (déflateur du PIB), pour un panel

2. Les données pour les années 2015 et 2016 ne sont pas exemptes de futures révisions, puisqu'il ne s'agit pas de chiffres définitifs. Mais nous faisons néanmoins le choix de les conserver, dans la mesure où les révisions sont potentiellement moins importantes que pour l'année 2017, et également afin de conserver le maximum d'observations.

3. Par solde structurel primaire, nous faisons référence au « cyclically adjusted primary balance » qui ne tient pas compte, dans son calcul, des mesures exceptionnelles et temporaires.

comprenant les 15 premiers États membres de l'Union européenne, plus 4 pays avancés de l'OCDE : Allemagne, Australie, Autriche, Belgique, Canada, Danemark, Espagne, États-Unis, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Luxembourg, Nouvelle-Zélande, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni et Suède. Nous avons fait le choix d'exclure le Japon qui reste un cas singulier compte tenu du niveau très élevé de sa dette publique depuis 20 ans. Nous excluons aussi la Norvège qui dispose d'un actif public net exceptionnel (*via* son fonds souverain abondé par ses ressources pétrolières) dont ne rend pas compte (par construction) sa dette publique brute.

L'analyse théorique aussi bien qu'empirique des règles budgétaires (ou fonctions de réaction) introduit généralement deux objectifs principaux de politique budgétaire : d'une part, la contrainte de soutenabilité (voire de stabilisation de son ratio d'endettement public en pourcentage de PIB), et d'autre part, la stabilisation contra-cyclique à travers la réaction à une mesure de la position dans le cycle macroéconomique, l'écart de PIB ou l'écart du taux de chômage par rapport à son niveau structurel de long-terme. Cette modélisation, symétrique à celle de la règle de Taylor, peut d'ailleurs se dériver (par approximation) d'une règle de comportement optimale à la Benigno et Woodford (2003) dont l'objectif serait de minimiser à la fois la volatilité de l'inflation et de l'écart de PIB.

La première spécification que nous retenons est dérivée de la règle budgétaire proposée par Bohn (1998) qui lie le solde primaire à l'année t au niveau de dette en $t-1$, pour un pays i :

$$sp_{it|T} = c + \rho sp_{it-1|T} + \gamma d_{it-1|T} + \alpha_x x_{it|T} + \alpha_\pi \pi_{it|T} + \alpha_i + \delta_t + \varepsilon_{it|T} \quad (1)$$

où sp, d, x et π représentent, respectivement, le solde primaire (en % de PIB), la dette financière brute (en % de PIB), l'écart de PIB (en % de PIB potentiel) et le taux d'inflation (en %, déflateur du PIB). Nous introduisons des effets fixes pays et période (α_i et δ_t) pour tenir compte de l'hétérogénéité entre pays et au cours du temps, comme par exemple les différences potentielles dans la taille des stabilisateurs automatiques. Enfin, cette équation est estimée sur données *ex post* et l'indice T représente l'ensemble d'information disponible à la fin de notre échantillon, c'est-à-dire l'année 2017.

4. L'utilisation de la dette brute au sens de Maastricht, pour les pays de l'UE, rendrait moins probantes les comparaisons avec les pays hors UE.

L'équation (1) se démarque de la spécification proposée par Bohn en deux points. D'une part, elle intègre un retard de la variable expliquée afin de tenir compte de l'inertie de la politique budgétaire. Ceci implique que le coefficient estimé de réaction γ à la dette passée est un coefficient de *court-terme* ; le coefficient de *long-terme* s'obtient par le calcul suivant :

$$\gamma^{LT} = \frac{\gamma}{1-\rho}$$

On rappelle que Bohn (1998) a notamment montré qu'un coefficient $\gamma^{LT} > 0$ est une condition suffisante pour que la politique budgétaire respecte sa contrainte budgétaire intertemporelle tandis qu'une condition suffisante pour garantir la stabilité à moyen-terme du ratio dette publique/PIB est $\gamma^{LT} > (r-g)/(1+g)$ où r et g sont respectivement le taux d'intérêt réel de long terme sur les obligations d'État et le taux de croissance du PIB de long terme.

D'autre part, nous n'intégrons pas de variable de dépenses publiques cycliques ou temporaires, usuellement définie comme la composante cyclique des dépenses publiques réelles et généralement obtenu par un filtre Hodrick-Prescott, et nous ajoutons le taux d'inflation (déflateur du PIB) qui, avec l'écart de PIB, devrait apporter une information supplémentaire sur l'éventuelle fonction de stabilisation macroéconomique de la politique budgétaire.

Nous estimons également la même règle budgétaire pour le solde structurel primaire :

$$ssp_{it|T} = c + \rho ssp_{it-1|T} + \gamma d_{it-1|T} + \alpha_x x_{it|T} + \alpha_\pi \pi_{it|T} + \alpha_i + \delta_t + \varepsilon_{it|T} \quad (2)$$

Le choix de cette spécification est motivé par deux raisons principales[5]. Tout d'abord, cette règle budgétaire se focalise sur la composante spécifiquement *discrétionnaire* de la politique budgétaire – ce qui en fait théoriquement une meilleure mesure de l'*instrument* de politique budgétaire – par comparaison à l'équation (1) qui ne fait pas de distinction entre la composante discrétionnaire et les stabilisateurs

5. Le passage de l'équation (1) à l'équation (2) pourrait se déduire d'une relation décomposant le solde primaire en composante structurelle et stabilisateurs automatiques du type : $sp_{it|T} = ssp_{it|T} + \theta_x x_{it|T}$. Nous obtiendrions alors une spécification non-linéaire :

$$ssp_{it|T} = c + \rho ssp_{it-1|T} + \rho\theta_x . x_{it-1|T} + \gamma d_{it-1|T} + (\alpha_x - \theta_x) x_{it|T} + \alpha_\pi \pi_{it|T} + \alpha_i + \varepsilon_{it|T} \quad \text{(2bis)}.$$

Nous avons vérifié que l'estimation d'une telle spécification donnait des résultats très similaires à ceux de l'équation (2).

automatiques. Cette différence est cruciale dès lors qu'il s'agit d'apprécier la nature contra- ou pro-cyclique de la politique budgétaire.

Nous estimons ensuite des spécifications identiques mais cette fois-ci en temps réel, pour l'ensemble d'information disponible en $t-1$, c'est-à-dire l'année précédant l'exécution du budget et compte-tenu des prévisions annuelles de l'OCDE. Les versions en temps réel des équations (1) et (2) se notent donc :

$$sp_{it|t-1} = c + \rho sp_{it-1|t-1} + \gamma d_{it-1|t-1} + \alpha_x x_{it|t-1} + \alpha_\pi \pi_{it|t-1} + \alpha_i + \delta_t + \varepsilon_{it|t-1} \tag{3}$$

$$ssp_{it|t-1} = c + \rho ssp_{it-1|t-1} + \gamma d_{it-1|t-1} + \alpha_x x_{it|t-1} + \alpha_\pi \pi_{it|t-1} + \alpha_i + \delta_t + \varepsilon_{it|t-1} \tag{4}$$

Dans chacune de ces spécifications, nous estimons ainsi la réponse du solde primaire (ou solde structurel primaire) à l'année t prévu en $t-1$ (*forecast*), au niveau de solde primaire (ou solde structurel primaire) et de dette publique en $t-1$ prévu en $t-1$ (*nowcast*) et au niveau d'écart de PIB et d'inflation en t prévus en $t-1$ (*forecast*). Par conséquent, ces spécifications se rapprochent davantage du comportement *ex ante* de la politique budgétaire.

Nous estimons ensuite des variantes de cette spécification standard. Tout d'abord, afin d'explorer l'effet spécifique de l'appartenance à la zone euro et à l'Union européenne, nous introduisons des variables indicatrices que nous faisons interagir avec la variable de dette publique. La spécification retenue est la suivante :

$$\begin{aligned} f_{it|\mathcal{I}} = c + \rho f_{it-1|\mathcal{I}} + \gamma_1 (1 - UE) \times d_{it-1|\mathcal{I}} + \gamma_2 (1 - Euro) \times d_{it-1|\mathcal{I}} + \\ \gamma_3 Euro \times d_{it-1|\mathcal{I}} + \alpha_x x_{it|\mathcal{I}} + \alpha_\pi \pi_{it|\mathcal{I}} + \alpha_i + \delta_t + \varepsilon_{it|\mathcal{I}} \end{aligned} \tag{5}$$

pour chaque instrument budgétaire $f = \{sp, ssp\}$ et chaque ensemble d'information $\mathcal{I} = \{T,\ t-1\}$. La variable indicatrice UE valant 1 pour un pays membre de l'Union européenne et la variable EURO valant 1 pour un pays membre de la zone euro. Dans cette spécification, les coefficients γ_2 et γ_3 s'interprètent comme la réaction moyenne de l'instrument budgétaire au niveau de dette publique parmi les pays du panel qui appartiennent à la zone euro et ceux qui n'y appartiennent pas (intra UE *et* extra UE). Pour les pays extérieurs à la zone euro dans notre panel (*i.e.* Australie, Canada, États-Unis et Nouvelle-Zélande), le coefficient γ_1 s'interprète comme *l'effet additionnel* (sur la réaction

moyenne à la dette publique) du fait de ne pas appartenir à l'Union européenne.

Ensuite, nous cherchons à identifier des effets spécifiques de la position dans le cycle (en fonction d'une variable indicatrice construite selon le signe positif ou négatif de l'écart de PIB) ainsi que des 5 années ayant suivi la crise financière et économique de 2008, à partir d'une variable indicatrice *Crise* égale à 1 de 2009 à 2013. En particulier, l'objectif de ces estimations est d'identifier des réponses asymétriques selon chacune de ces deux variables indicatrices, en interaction avec les variables de dette publique mais également d'écart de PIB. Les spécifications retenues sont de la forme :

$$f_{it|\mathcal{I}} = c + \rho f_{it-1|\mathcal{I}} + \gamma_1 Crise \times d_{it-1|\mathcal{I}} + \gamma_2(1 - Crise) \times d_{it-1|\mathcal{I}} + \alpha_{x,1} Crise \times x_{it|\mathcal{I}} + \alpha_{x,2}(1 - Crise) \times x_{it|\mathcal{I}} + \alpha_\pi \pi_{it|\mathcal{I}} + \alpha_i + \delta_t + \varepsilon_{it|\mathcal{I}} \quad (6)$$

pour la spécification dédiée à l'effet spécifique des années de crise, et :

$$f_{it|\mathcal{I}} = c + \rho f_{it-1|\mathcal{I}} + \gamma_1(Ecart\ PIB < 0) \times d_{it-1|\mathcal{I}} + \gamma_2(Ecart\ PIB > 0) \times d_{it-1|\mathcal{I}} + \alpha_{x,1}(Ecart\ PIB < 0) \times x_{it|\mathcal{I}} + \alpha_{x,2}(Ecart\ PIB > 0) \times x_{it|\mathcal{I}} + \alpha_\pi \pi_{it|\mathcal{I}} + \alpha_i + \delta_t + \varepsilon_{it|\mathcal{I}} \quad (7)$$

pour la spécification liée à l'effet de la position dans le cycle. Nous estimons les deux spécifications pour chaque instrument budgétaire $f = \{sp, ssp\}$ et chaque ensemble d'information $\mathcal{I} = \{T, t-1\}$.

Enfin, nous estimons une dernière spécification, pour chacun des instruments budgétaires et pour des données *ex post* et en temps réel, croisant à la fois la spécification (5) et les spécifications (6) et (7). Nous cherchons dans ce cas à identifier l'effet spécifique de l'appartenance à la zone euro *et* de la crise ou de la position dans le cycle sur les deux objectifs de la politique budgétaire, c'est-à-dire la soutenabilité de la dette publique et la stabilisation conjoncturelle. Les deux spécifications retenues sont :

$$f_{it|\mathcal{I}} = c + \rho f_{it-1|\mathcal{I}} + \gamma_1(1 - UE) \times d_{it-1|\mathcal{I}} + \gamma_2(1 - Crise) \times Euro \times d_{it-1|\mathcal{I}} + \gamma_3 Crise \times Euro \times d_{it-1|\mathcal{I}+} + \gamma_4(1 - Crise) \times (1 - Euro) \times d_{it-1|\mathcal{I}} + \gamma_5 Crise \times (1 - Euro) \times d_{it-1\backslash\mathcal{I}+} + \alpha_{x,1}(1 - Crise) \times Euro \times x_{it|\mathcal{I}} + \alpha_{x,2} Crise \times Euro \times x_{it|\mathcal{I}} + \alpha_{x,3}(1 - Crise) \times (1 - Euro) \times x_{it\backslash\mathcal{I}} + \alpha_{x,3} Crise \times (1 - Euro) \times x_{it|\mathcal{I}} + \alpha_\pi \pi_{it|\mathcal{I}} + \alpha_i + \delta_t + \varepsilon_{it|\mathcal{I}} \quad (8)$$

$$f_{it|\mathcal{I}} = c + \rho f_{it-1|\mathcal{I}} + \gamma_1(1 - UE) \times d_{it-1|\mathcal{I}} + \gamma_2(Ecart\ PIB > 0) \times Euro \times d_{it-1|\mathcal{I}} + \gamma_3(Ecart\ PIB < 0) \times Euro \times d_{it-1\backslash\mathcal{I}+} + \gamma_4(Ecart\ PIB > 0) \times (1 - Euro) \times d_{it-1|\mathcal{I}} + \gamma_5(Ecart\ PIB < 0) \times (1 - Euro) \times d_{it-1|\mathcal{I}+} + \alpha_{x,1}(Ecart\ PIB > 0) \times Euro \times x_{it|\mathcal{I}} + \alpha_{x,2}(Ecart\ PIB < 0) \times Euro \times x_{it|\mathcal{I}} + \alpha_{x,3}(Ecart\ PIB > 0) \times (1 - Euro) \times x_{it|\mathcal{I}} + \alpha_{x,3}(Ecart\ PIB < 0) \times (1 - Euro) \times x_{it|\mathcal{I}} + \alpha_\pi \pi_{it|\mathcal{I}} + \alpha_i + \delta_t + \varepsilon_{it|\mathcal{I}} \quad (9)$$

Nous estimons les équations précédentes par moindres carrés ordinaires (MCO) sur notre panel de 19 pays et sur deux échantillons comparables : 1997-2016 à partir des données *ex post* et 1997-2018 à partir des données en temps réel[6]. Les premiers résultats que nous tirerons de cette analyse sont donc exploratoires. En effet nous n'avons pas eu recours, à ce stade, à une estimation par Variables Instrumentales qui permettrait de corriger du biais probable d'endogénéité entre le solde primaire et les conditions macroéconomiques (écart de PIB et inflation). Pour autant, la sélection d'instruments exogènes pour des variables macroéconomiques est difficile, notamment dans l'estimation des règles budgétaires. L'utilisation fréquente de la valeur retardée de l'écart de production comme instrument dans l'estimation d'une règle budgétaire n'assure probablement pas que l'instrument soit prédéterminé, compte tenu de l'usage intensif du filtre HP dans l'estimation de l'écart de production (Coibion *et al.*, 2017)[7].

3. Résultats

Ces différentes équations nous permettent d'étudier trois questions quant au comportement budgétaire des pays de l'OCDE en général : la soutenabilité budgétaire, la réaction face au cycle et les éventuelles spécificités des États membres de la zone euro.

3.1. Les gouvernements suivent généralement une règle de soutenabilité budgétaire

Dans l'ensemble des 19 pays de l'OCDE que nous considérons, il apparaît que la politique budgétaire vérifie en particulier les critères de

6. Notons que pour le Luxembourg, il manque 10 années d'observation des variables budgétaires ajustées du cycle et de l'écart de production.

7. Le filtre HP étant une moyenne mobile *backward* et *forward*, l'écart de production « retardé » incorpore des valeurs futures de la variable considérée, ce qui au passage expliquerait la puissance prédictive des variables lissées par un filtre HP (Hamilton, 2018).

soutenabilité à la Bohn (1998) ou de politique budgétaire passive à la Leeper (1991). Le solde primaire s'accroît, en moyenne et significativement, lorsque la dette publique augmente, avec un facteur (le paramètre γ) supérieur au taux d'intérêt ajusté du taux de croissance (tableau 1). On rappelle d'ailleurs que le coefficient de réaction au niveau de dette publique doit être ajusté du terme autorégressif pour obtenir le coefficient de long terme (*cf. supra*).

Tableau 1. Règles budgétaires de solde primaire et solde primaire structurel, *ex post* et en temps réel

	$SP(t)$		$SSP(t)$	
	Ex post	*Temps réel*	*Ex post*	*Temps réel*
Constante	-2,406***	-1,029**	-1,885***	-0,712
	(0,505)	*(0,477)*	*(0,489)*	*(0,441)*
$SP(t-1)$ / $SSP(t-1)$	0,603***	0,570***	0,586***	0,600***
	(0,046)	*(0,045)*	*(0,050)*	*(0,042)*
Dette($t-1$)	0,029***	0,020***	0,020***	0,015***
	(0,007)	*(0,006)*	*(0,007)*	*(0,005)*
Écart de PIB(t)	0,070	0,131***	-0,239***	-0,100***
	(0,059)	*(0,038)*	*(0,053)*	*(0,036)*
Inflation(t)	0,172**	0,025	0,242***	0,041
	(0,079)	*(0,088)*	*(0,081)*	*(0,082)*
R^2 ajusté	0,765	0,895	0,725	0,881
Nb. Obs.	379	402	369	402
Échantillon	1997-2016	1997-2018	1997-2016	1997-2018

Note : Chaque équation est estimée avec des effets fixes par pays et par période. Les écarts-types robustes sont rapportés entre parenthèses. Seuils de significativité : *** p-value < 0,01, ** p-value < 0,05, * p-value < 0,1.
Source : Perspectives Économiques de l'OCDE (déc. 1996 - déc. 2017), calculs des auteurs.

Nous estimons que le solde primaire (en % de pourcentage de PIB) s'accroît, en moyenne et sur une année, de 0,725 pp à la suite d'une hausse de 10 pp du ratio de dette publique/PIB[8], toutes choses égales par ailleurs. Il faut d'abord noter que la réaction du solde primaire est généralement d'une magnitude plus faible lorsqu'on l'estime sur données en temps réel (0,02 en temps réel contre 0,03 sur données *ex post*), sans cependant que l'écart soit significatif. En procédant de la même façon pour le solde primaire structurel, nous trouvons une réaction plus faible au niveau de dette publique : à la suite d'une hausse de

8. Il s'agit ici de l'espérance de l'impact de long terme d'une hausse de 10 pp de dette publique/PIB, compte-tenu du terme autorégressif dans la règle budgétaire soit, pour la règle de solde primaire en temps réel (tableau 1) : γ^{LT} = 0,029/(1-0,603) = 0,0725.

10 pp du ratio dette publique/PIB, le solde primaire structurel s'accroît de 0,47 pp. Mais cet écart avec la réaction estimée pour le solde primaire n'est vraisemblablement pas significatif. De même que pour le solde primaire, il apparaît que la réaction du solde structurel primaire est d'une amplitude moindre lorsque l'équation est estimée en temps réel (0,015 contre 0,02 *ex post*).

La moindre réaction des instruments budgétaires à la dette publique en temps réel plutôt que sur données révisées peut s'expliquer en s'appuyant sur les travaux de Beetsma et Giuliodori (2010). Il est en effet possible qu'une grande majorité des pays de notre panel, membres de l'Union européenne, réagissent pro-cycliquement aux erreurs de prévisions de croissance et d'écart de production, donc accroissent leur effort budgétaire entre la phase de préparation et d'exécution des budgets. Cette réaction pro-cyclique pourrait également expliquer pourquoi la réaction estimée *ex ante* (en temps réel) est moins forte que la réaction estimée *ex post*.

Les règles budgétaires en zone euro (et dans l'Union européenne) sont souvent taxées d'inefficacité dans la mesure où elles auraient été bien peu respectées, sans que les sanctions prévues par les traités ne soient appliquées. Dans le tableau 2, nous rapportons les estimations des différentes variantes de l'équation (5). On note que le coefficient de réaction à la dette pour les pays membres de l'euro est positif mais pas significativement supérieur à celui des pays non-membres, quels que soient les instruments que l'on considère ou la temporalité des données. Mais si l'euro ne semble pas avoir induit une *plus forte* soutenabilité de la politique budgétaire, il demeure que la politique budgétaire des pays membres satisfait les critères de soutenabilité, dans la mesure où la réaction du solde primaire à la dette y est significativement positive et supérieure au taux d'intérêt ajusté du taux de croissance[9]. Pour les pays extérieurs à l'UE (Australie, Canada, Etats-Unis, Nouvelle-Zélande), nous ne trouvons pas de différence significative avec les pays membres de l'UE.

9. La présence dans l'échantillon d'États membres de la zone euro de pays ayant été *temporairement* « sous programme », tels la Grèce ou le Portugal, renforce sans aucun doute la réaction budgétaire à la dette. Le fait que celle-ci soit d'ordre comparable à celle des pays non membres de la zone euro laisse cependant imaginer que l'effet additionnel des pays « sous programme » sur la réaction à la dette a été marginal.

Ces résultats économétriques tendent à infirmer l'idée selon laquelle les pays de la zone euro et les pays de l'UE n'ont pas suivi *de* règle budgétaire même si, paradoxalement, les règles du PSC ont été peu respectées *de facto*. Cela pointe peut-être l'inadéquation entre des règles normatives et comptables et le comportement plus pragmatique des États face aux évolutions de l'environnement macroéconomique dans lequel ils doivent opérer. Ceci n'implique pas pour autant qu'il n'y ait aucune distinction entre pays membres et non membres de la zone euro en matière de soutenabilité budgétaire (*cf. infra*).

Tableau 2. Règles budgétaires à l'intérieur et en dehors de la zone euro

Variable expliquée :	*SP*(*t*)		*SSP*(*t*)	
	Ex post	*Temps réel*	*Ex post*	*Temps réel*
Constante	-2,286***	-0,952***	-1,802***	-0,639
	(0,513)	*(0,468)*	*(0,496)*	*(0,428)*
***SP*(*t* – 1) / *SSP*(*t* – 1)**	0,599***	0,561***	0,583***	0,591***
	(0,046)	*(0,046)*	*(0,050)*	*(0,042)*
Dette(*t* – 1)*(1 – UE)	-0,006	-0,010	0,001	-0,009
	(0,018)	*(0,011)*	*(0,018)*	*(0,010)*
Dette(*t* – 1)*Euro	0,030***	0,023***	0,020***	0,017***
	(0,007)	*(0,006)*	*(0,007)*	*(0,005)*
Dette(*t* – 1)*(1 – Euro)	0,025***	0,017***	0,014***	0,011***
	(0,008)	*(0,006)*	*(0,008)*	*(0,006)*
Écart de PIB(*t*)	0,076	0,141***	-0,237***	-0,092***
	(0,061)	*(0,037)*	*(0,054)*	*(0,035)*
Inflation(*t*)	0,178**	0,052	0,250***	0,067
	(0,080)	*(0,088)*	*(0,082)*	*(0,083)*
R^2 ajusté	0,76	0,90	0,72	0,88
Nb. Obs.	379	402	369	402
Échantillon	1997-2016	1997-2018	1997-2016	1997-2018

Notes : Chaque équation est estimée avec des effets fixes par pays et par période. Les écarts-types robustes sont rapportés entre parenthèses. Seuils de significativité : *** p-value < 0,01, ** p-value < 0,05, * p-value < 0,1.
Source : Perspectives Économiques de l'OCDE (déc. 1996 - déc. 2017), calculs des auteurs.

3.2. Contra-cyclicité ou pro-cyclicité de la politique budgétaire ?

Le caractère contra- ou pro-cyclique de la politique budgétaire est abondamment discuté par la littérature empirique, et nombreux sont les travaux qui concluent au caractère acyclique voire pro-cyclique de la politique budgétaire. C'est d'ailleurs ce qui motive l'usage de données en temps réel ou *ex ante* (voir Cimadomo, 2012, 2016), afin de corriger d'éventuels biais liés à la temporalité des décisions de politique budgétaire, notamment liés au décalage entre l'information

disponible au moment de la préparation du budget, qui conditionne la décision, et l'information disponible *ex post*.

Nos résultats sont assez contrastés. Tout d'abord, une différence assez nette apparaît selon l'instrument utilisé. Les estimations indiquent un coefficient de réaction à l'écart de PIB généralement positif (contra-cyclicité) pour les équations de solde primaire, mais un coefficient généralement négatif (pro-cyclicité) pour les équations de solde structurel primaire (voir tableaux 1 et 2). La *composante discrétionnaire* de la politique budgétaire (le solde structurel primaire) semble ainsi plutôt pro-cyclique, tandis que la contra-cyclicité de l'ensemble de la politique budgétaire proviendrait essentiellement des stabilisateurs automatiques, qui définissent la *composante cyclique et non-discrétionnaire* du solde primaire.

Sur données *ex post*, la règle de solde primaire indique une faible contra-cyclicité, avec un coefficient de réaction à l'écart de PIB positif mais non significatif. L'estimation de la règle de solde structurel primaire conclut à un coefficient de réaction à l'écart de PIB significatif et négatif, ce qui indiquerait une forte pro-cyclicité. Cependant, le coefficient de réponse à l'inflation apparaît significativement positif dans les deux équations, ce qui pourrait s'interpréter comme une forme de contra-cyclicité, à travers une relation de Phillips inflation/écart de PIB. Dans l'ensemble, les estimations sur données *ex post* restent ambiguës et ne permettent pas de conclure quant à la contra- ou à la pro-cyclicité de la politique budgétaire.

À l'inverse, les estimations sur données en temps réel apportent des conclusions sensiblement différentes et univoques. D'une part, l'inflation n'a plus d'effet significatif sur le solde primaire et le solde structurel primaire. D'autre part, l'écart de PIB est significativement positif dans le cas de l'équation de solde primaire, mais significativement négatif dans l'équation de solde structurel primaire. Ainsi, si les stabilisateurs automatiques semblent bien jouer leur rôle contra-cyclique, la composante discrétionnaire de la politique budgétaire apparaît pro-cyclique en temps réel.

Peut-on expliquer ces résultats par des réactions asymétriques de chaque instrument budgétaire à l'écart de PIB, en fonction de l'état de l'économie ? C'est la question à laquelle nous tentons de répondre au moyen des spécifications (6) et (7) qui font interagir la variable d'écart de PIB avec la variable indicatrice *Crise* ainsi qu'avec le *signe* de l'écart de PIB, et dont les estimations sont présentées dans le tableau 3.

Tableau 3. Les effets de la position dans le cycle et des années de crise (2009-2013) sur les règles budgétaires

Variable expliquée :	*SP*(*t*)				*SSP*(*t*)			
	Ex post		*Temps réel*		*Ex post*		*Temps réel*	
Constante	-2,199***	-2,424***	-1,123**	-1,132**	-1,843***	-1,914***	-0,830*	-0,837*
	(0,522)	*(0,516)*	*(0,475)*	*(0,472)*	*(0,508)*	*(0,498)*	*(0,428)*	*(0,436)*
***SP*(*t* – 1) / *SSP*(*t* – 1)**	0,602***	0,599***	0,576***	0,559***	0,583***	0,581***	0,612***	0,587***
	(0,045)	*(0,046)*	*(0,045)*	*(0,046)*	*(0,048)*	*(0,050)*	*(0,041)*	*(0,043)*
Inflation(*t*)	0,175**	0,174**	0,018	0,030	0,249***	0,244***	0,033	0,047
	(0,079)	*(0,080)*	*(0,087)*	*(0,088)*	*(0,080)*	*(0,082)*	*(0,080)*	*(0,082)*
Dette(*t* – 1)*(1 – crise)	0,025***	—	0,020***	—	0,016**		0,015***	
	(0,007)		*(0,005)*		*(0,007)*		*(0,005)*	
Dette(*t* – 1)*crise	0,034***	—	0,027***	—	0,029***		0,022***	
	(0,010)		*(0,008)*		*(0,010)*		*(0,007)*	
Dette(*t* – 1)*(Écart PIB > 0)	—	0,027***	-	0,021***	—	0,017**	—	0,015***
		(0,008)		*(0,006)*		*(0,007)*		*(0,005)*
Dette(*t* – 1)*(Écart PIB < 0)	—	0,030***	—	0,020***	—	0,021***	—	0,015***
		(0,007)		*(0,006)*		*(0,007)*		*(0,005)*
Écart de PIB*(1 – crise)	-0,005	—	0,168***		-0,273***	—	-0,045	—
	(0,066)		*(0,039)*		*(0,061)*		*(0,034)*	
Écart de PIB*crise	0,190**	-	0,097*		-0,181***	—	-0,147***	—
	(0,094)		*(0,055)*		*(0,086)*		*(0,053)*	
Écart de PIB*(Écart PIB > 0)	—	0,131	—	0,354***	-—	-0,175*	—	0,151
		(0,101)		*(0,110)*		*(0,096)*		*(0,096)*
Écart de PIB*(Écart PIB < 0)	—	0,072	—	0,103**	—	-0,238***	—	-0,137***
		(0,082)		*(0,043)*		*(0,074)*		*(0,043)*
R^2 ajusté	0,77	0,76	0,90	0,90	0,73	0,72	0,89	0,88
Nb. Obs.	379	379	402	402	369	369	402	402
Échantillon	1997-2016	1997-2016	1997-2018	1997-2018	1997-2016	1997-2016	1997-2018	1997-2018

Notes : Chaque équation est estimée avec des effets fixes par pays et par période. Les écarts-types robustes sont rapportés entre parenthèses. Seuils de significativité : *** p-value < 0,01, ** p-value < 0,05, * p-value < 0,1.
Source : Perspectives Économiques de l'OCDE (déc. 1996 - déc. 2017), calculs des auteurs.

À partir des spécifications incluant la variable indicatrice *Crise*, il apparaît que les résultats divergent nettement selon qu'on estime les équations à partir des données *ex post* ou en temps réel. Dans le cas du solde primaire en particulier, les conclusions s'inversent. Les estimations *ex post* montrent une contra-cyclicité significative en temps de crise, tandis qu'*ex ante* cette contra-cyclicité est très faiblement significative. En dehors des années de crise, la contra-cyclicité du solde primaire apparaît nettement dès lors qu'on considère des données en temps réel, tandis que l'estimation *ex post* indique plutôt une politique budgétaire *acyclique*. Nous verrons plus loin que la moindre contra-cyclicité du solde primaire en temps réel pourrait provenir du fait qu'un grand nombre de pays de la zone euro ont également poursuivi une politique de consolidation budgétaire pro-cyclique.

Par ailleurs, nos estimations semblent indiquer que la pro-cyclicité du solde structurel primaire provient essentiellement des années de crise, celui-ci étant plutôt acyclique en dehors des années de crise sur données *ex post*.

Ce constat ne se retrouve pas complètement lorsqu'on considère un indicateur plus général de la position de l'économie dans le cycle (le signe de l'écart de PIB). L'utilisation de données en temps réel conclut à la contra-cyclicité du solde primaire tandis qu'à partir de données révisées, l'acyclicité semble prévaloir. Quant à la pro-cyclicité du solde structurel primaire, elle prévaut lorsque l'écart de PIB est négatif, et disparaît pour devenir acyclique lorsque l'écart de production est positif.

In fine, il semble possible de donner une conclusion générale quant à la contra- ou pro-cyclicité de la politique budgétaire. Si la politique budgétaire apparaît globalement contra-cyclique d'après les estimations en temps réel des équations de solde primaire, elle l'est surtout *en haut de cycle* et *en dehors des années de crise*, et probablement du fait des stabilisateurs automatiques. Au contraire, la composante discrétionnaire de la politique budgétaire semble peu contra-cyclique, voire plutôt acyclique, en haut de cycle et en dehors des années de crise. Surtout, le solde structurel primaire apparaît significativement pro-cyclique au pire moment, aussi bien durant les années 2009-2013 que lorsque l'écart de PIB est négatif.

Quant à l'incidence sur la soutenabilité budgétaire de la séparation entre années de crise et années sans crise, on constate que dans tous les cas de figure (solde primaire ou solde structurel primaire, données

ex ante ou données *ex post*), la sensibilité de l'instrument budgétaire à la dette publique est comparable en temps de crise et en temps « normal ». Ce résultat persiste si l'on fait interagir la dette publique avec le signe de l'écart de production : quel que soit son signe, la soutenabilité budgétaire est assurée avec la même intensité.

3.3. Position dans le cycle et consolidation budgétaire : la zone euro à contretemps ?

Dans une dernière spécification, nous avons cherché à identifier d'éventuelles différences concernant le motif de soutenabilité budgétaire, selon l'appartenance (ou non) à la zone euro et selon la position dans le cycle ou plus spécifiquement pendant les années de crise.

Les résultats d'estimation des spécifications (8) et (9) sont rapportés au tableau 4. Il faut d'abord remarquer que le constat précédent concernant la contra-cyclicité du solde primaire et la pro-cyclicité (en bas de cycle ou pendant la crise) du solde structurel primaire est confirmé.

En haut de cycle ou en dehors des années de crise, nos estimations indiquent que la politique budgétaire des pays de la zone euro réagit au niveau de dette publique de façon identique aux pays extérieurs à la zone euro ; les coefficients de réaction à la dette sont proches, strictement positifs et significatifs. Mais pendant la crise, les pays extérieurs à la zone euro ne remplissent pas le critère de soutenabilité budgétaire de Bohn : les coefficients associés au niveau de dette sont non-significatifs, sauf dans le cas de l'équation de solde primaire estimée *ex post*. À l'inverse, les pays de la zone euro continuent de poursuivre une règle de soutenabilité budgétaire pendant la crise et en bas de cycle, avec des coefficients de réaction élevés et très significatifs.

Certes, la différence entre pays membres et non membres de la zone euro est statistiquement non significative dans les spécifications qui font interagir l'écart de PIB avec le niveau de dette. Les pays membres de la zone euro réagissent toujours positivement et très significativement au niveau de dette publique, quelle que soit la position dans le cycle. Les pays extérieurs à la zone euro ont quant à eux des coefficients de réaction positifs, mais faiblement significatifs dans le cas des règles de solde structurel primaire, ce qui peut suggérer qu'il s'agit d'un phénomène spécifique aux pays de la zone euro *pendant la crise*.

Tableau 4. Appartenance à la zone euro et pro-cyclicité de la politique budgétaire

Variable expliquée :	*SP*(*t*)				*SSP*(*t*)			
	Ex post		*Temps réel*		*Ex post*		*Temps réel*	
Constante	-2,111***	-2,262***	-1,040**	-0,980**	-1,802***	-1,793***	-0,755*	-0,696
	0,535	*0,533*	*0,450*	*0,475*	*0,513*	*0,513*	*0,396*	*0,434*
***SP*(*t* – 1) / *SSP*(*t* – 1)**	0,597***	0,592***	0,545***	0,549***	0,579***	0,575***	0,584***	0,577***
	0,045	*0,046*	*0,042*	*0,045*	*0,047*	*0,049*	*0,038*	*0,042*
Inflation(*t*)	0,184**	0,179**	0,062	0,050	0,264***	0,250***	0,073	0,065
	0,080	*0,081*	*0,082*	*0,087*	*0,081*	*0,083*	*0,075*	*0,081*
Dette(*t* – 1)*(1 – UE)	-0,002	-0,003	-0,010	-0,008	0,005	0,006	-0,008	-0,007
	0,019	*0,020*	*0,011*	*0,011*	*0,018*	*0,018*	*0,009*	*0,010*
Dette(*t* – 1)*Euro*(1 – Crise)	0,026***	—	0,022***	—	0,017**	—	0,017***	—
	0,007		*0,005*		*0,006*		*0,005*	
Dette(*t* – 1)*Euro*crise	0,034***	—	0,028***	—	0,028***	—	0,024***	—
	0,010		*0,007*		*0,010*		*0,006*	
Dette (*t* – 1)*(1 – Euro)*(1 – Crise)	0,022***	—	0,020***	—	0,013*	—	0,014***	—
	0,008		*0,006*		*0,008*		*0,005*	
Dette (*t* – 1)*(1 – Euro)*Crise	0,027**	—	0,010	—	0,017	—	0,005	—
	0,012		*0,008*		*0,012*		*0,007*	
Dette(*t* – 1)*Euro*(Écart PIB > 0)	—	0,026***	—	0,018***	—	0,016**	—	0,013**
		0,008		*0,006*		*0,007*		*0,006*
Dette(*t* – 1)*Euro*(Écart PIB < 0)	—	0,031***	—	0,022***	—	0,021***	—	0,016***
		0,008		*0,006*		*0,007*		*0,005*

Tableau 4bis. Appartenance à la zone euro et pro-cyclicité de la politique budgétaire

Variable expliquée :	*SP*(*t*)				*SSP*(*t*)			
	Ex post		*Temps réel*		*Ex post*		*Temps réel*	
Dette(*t* – 1)*(1 – Euro)*(Écart PIB > 0)	—	0,023**	—	0,020***	—	0,014	—	0,014**
		0,009		*0,007*		*0,009*		*0,006*
Dette(*t* – 1)*(1 – Euro)*(Écart PIB < 0)	—	0,025***	—	0,017**	—	0,014*	—	0,011*
		0,008		*0,007*		*0,008*		*0,006*
Écart de PIB*(1 – crise)	-0,002	—	0,160***	—	-0,279***	—	-0,065*	—
	0,067		*0,041*		*0,061*		*0,034*	
Écart de PIB*crise	0,194**	—	0,139***	—	-0,178**	—	-0,115***	—
	0,094		*0,047*		*0,085*		*0,043*	
Écart de PIB*(Écart PIB > 0)	—	0,128	—	0,356***	—	-0,185*	—	0,149
		0,103		*0,109*		*0,097*		*0,093*
Écart de PIB*(Écart PIB < 0)	—	0,096	—	0,131***	—	-0,216***	—	-0,114***
		0,089		*0,042*		*0,079*		*0,041*
R^2 ajusté	0,76	0,76	0,90	0,89	0,73	0,72	0,89	0,88
Nb. Obs.	379	379	402	402	369	369	402	402
Échantillon	1997-2016	1997-2016	1997-2018	1997-2018	1997-2016	1997-2016	1997-2018	1997-2018

Notes : Chaque équation est estimée avec des effets fixes par pays et par période. Les écarts-types robustes sont rapportés entre parenthèses. Seuils de significativité : *** p-value < 0,01, ** p-value < 0,05, * p-value < 0,1.
Source : Perspectives Économiques de l'OCDE (déc. 1996 - déc. 2017), calculs des auteurs.

Au regard de ces résultats, la politique budgétaire des pays de la zone euro apparaît assez nettement à contretemps et à contre-emploi : à la pro-cyclicité de son solde primaire structurel s'ajoute un motif de stabilisation de la dette publique en bas de cycle et pendant les années de crise, autrement dit une stratégie de consolidation budgétaire *pro-cyclique*. À l'inverse, les pays extérieurs à la zone euro, potentiellement grâce au soutien de leurs politiques monétaires, ont été capables d'abandonner temporairement leur motif de stabilisation de la dette publique, sans subir le même sort que les pays périphériques de la zone euro.

4. Conclusion

L'approche par données en temps réel apporte une information différente de celle issue de données révisées et une information probablement plus proche de la décision initiale de politique budgétaire, telle qu'anticipée par les agents, sur les questions de réaction au cycle et de soutenabilité budgétaire. Les données *ex post* rendent au contraire difficile la distinction de ce qui relève de la décision budgétaire *ex ante* et de ce qui relève de l'ajustement endogène de l'économie *via* les anticipations et les comportements des différents secteurs institutionnels.

Nous sommes arrivés à trois principales conclusions. D'abord, les pays de la zone euro ne sont pas irresponsables d'un point de vue budgétaire, mais vérifient au contraire des conditions de soutenabilité usuelles. Ils n'apparaissent pas non plus significativement plus rigoureux ou « vertueux » que les pays extérieurs à la zone euro, sauf peut-être en période de crise.

Ensuite, il apparaît difficile de répondre simplement à la question de savoir si la politique budgétaire est contra- ou pro-cyclique. Tout dépend en effet de l'instrument budgétaire considéré (solde primaire ou solde structurel primaire), de la temporalité des données utilisées pour l'estimation et de l'état de l'économie. Nous trouvons que la politique budgétaire est globalement contra-cyclique, en haut de cycle et en dehors des années de crise, grâce aux stabilisateurs automatiques. Mais si l'on considère seulement sa composante discrétionnaire, elle apparait plutôt pro-cyclique et particulièrement en bas de cycle et pendant les années de crise.

Enfin, la principale différence concerne plutôt la stratégie de consolidation budgétaire poursuivie par les pays de la zone euro dans les années 2009-2013 : elle y fut pro-cyclique tandis que les pays extérieurs à la zone ont pu relâcher momentanément leur effort de consolidation budgétaire, certainement aidés par les politiques d'assouplissement quantitatif de leurs banques centrales respectives.

L'ensemble des résultats obtenus pour la zone euro plaide donc pour une réforme des règles budgétaires européennes, mais pas forcément dans le sens le plus généralement admis. La question de la discipline de marché ne semble pas en effet primordiale : les États membres de la zone euro assurent, par leurs politiques budgétaires, la soutenabilité de leurs finances publiques. Cela concourt d'ailleurs sans doute à la mise en œuvre de politiques budgétaires pro-cycliques qui retardent la stabilisation macroéconomique parce qu'elles pèsent *in fine*, via les effets multiplicateurs, sur l'activité économique et accélèrent, au lieu de la ralentir, l'accumulation des dettes publiques. Les politiques budgétaires européennes ont donc grand besoin d'être plus souples, moins normatives, centrées sur les propriétés de stabilisation macroéconomique. Cela passera par un renforcement des stabilisateurs automatiques *via*, *e.g.* la plus grande progressivité du système fiscal, et par une attention potentiellement moins grande portée à l'objectif de dette publique au bénéfice de politiques budgétaires *discrétionnaires* de stabilisation.

Références

Afonso A. et J. T. Jalles, 2015, « Fiscal Sustainability: A Panel Assessment for Advanced Economies », *Applied Economics Letters*, vol. 22, n° 11, juillet, pp. 925-929.

Afonso A. et J. T. Jalles, 2016, « The Elusive Character of Fiscal Sustainability », *Applied Economics*, vol. 48, n° 28, juin, pp. 2651-2664.

Aldama P. et J. Creel, 2017, « Why Fiscal Regimes Matter for Fiscal Sustainability: An Application to France », *INFER Working Papers*, n° 2017-01, INFER.

Aldama P. et J. Creel, 2018, « Fiscal Policy in the US: Sustainable after all? », *Economic Modelling*, à paraître.

Alesina A., 1987, « Macroeconomic Policy in a Two-Party System as a Repeated Game », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 102, n° 3, août, pp. 651-678.

Arreaza A., Sorensen B. E., et Yosha O., 1999, « Consumption Smoothing Through Fiscal Policy in OECD and EU Countries » dans Poterba, J. R.,

Von Hagen J., (Eds.), *Fiscal Institutions and Fiscal Performance,* Chicago: University of Chicago Press.

Barro R., 1986, « U.S. Deficits since World War I », *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 88, n° 1, pp. 195-222.

Beetsma R. et M. Giuliodori, 2010, « Fiscal Adjustment to Cyclical Developments

in the OECD: An Empirical Analysis Based on Real-time Data », *Oxford Economic Papers*, vol. 62, n° 3, juillet, pp. 419-441.

Benigno P. et M. Woodford, 2003, « Optimal Monetary and Fiscal Policy: A Linear Quadratic Approach », *NBER Working Papers, n°* 9905, National

Bureau of Economic Research, Inc.

Bohn H., 1998, « The Behavior of U. S. Public Debt and Deficits », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 113, n° 3, août, 949-963.

Buti M., S. Eijffinger et D. Franco, 2003, « Revisiting EMU's Stability Pact: A Pragmatic Way Forward », *Oxford Review of Economic Policy*, vol.19, n° 1, pp. 100-111.

Checherita-Westphal C. et V. Žďárek, 2017, « Fiscal Reaction Function and Fiscal Fatigue: Evidence for the Euro Area », *ECB Working Paper Series*, n° 2036.

Cimadomo J., 2012, « Fiscal Policy in Real Time », *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 114, juin, pp. 440-465.

Cimadomo J., 2016, « Real-Time Data and Fiscal Policy Analysis: A Survey of the Literature », *Journal of Economic Surveys*, vol. 30, n° 2, avril, pp. 302-326.

Coibion O., Gorodnichenko Y. et M. Ulate, 2017, « The Cyclical Sensitivity in Estimates of Potential Output », *NBER Working Papers, n°* 23580, National Bureau of Economic Research, Inc.

Creel J., 2003, « Ranking Fiscal Policy Rules: the Golden Rule of Public Finance vs. the Stability and Growth Pact », *Documents de Travail de l'OFCE,* n° 2003-04.

Galí J. et R. Perotti, 2003, « Fiscal Policy and Monetary Integration in Europe », *Economic Policy*, Vol. 18, n° 37, octobre, pp. 533-572.

Golinelli R. et S. Momigliano, 2006, « Real Time determinants of the Fiscal Policies in the Euro Area », *Journal of Policy Modeling*, vol. 28, pp. 943-964.

Hallerberg M. et J. von Hagen, 1999, « Electoral Institutions, Cabinet Negotiations, and Budget Deficits within the European Union » in

Poterba J. et J. von Hagen (Eds.), *Fiscal Institutions and Fiscal Performance*, Chicago, University of Chicago Press, pp. 209-232.

Hallerberg M., R. Strauch, J. von Hagen, 2007, « The Design of Fiscal Rules and Forms of Governance in European Union Countries », *European Journal of Political Economy*, vol. 23, n° 2, pp. 338-359.

Hamilton J. D., 2018, « Why You Should Never Use the Hodrick-Prescott Filter », *Review of Economics and Statistics*, à paraître.

Huart F., 2013, « Is Fiscal Policy Procyclical in the Euro Area? », *German Economic Review*, n° 14, pp. 73-88.

Kopits G. et S. Symansky, 1998, « Fiscal Policy Rules », *IMF Occasional Paper*, n° 162.

Leeper E. M., 1991, « Equilibria Under 'Active' and 'Passive' Monetary and Fiscal Policies », *Journal of Monetary Economics*, vol. 27, n° 1, février, pp. 129-147.

Paloviita M. et H. Kinnunen, 2011, « Real Time Analysis of Euro Area Fiscal Policies: Adjustment to the Crisis », *Research Discussion Papers,* n° 21, Bank of Finland.

Plödt M. et C. A. Reicher, 2015, « Estimating Fiscal Policy Reaction Functions: The role of Model Specification », *Journal of Macroeconomics*, vol. 46, pp. 113-128.

Taylor J. B., 1993, « Discretion versus Policy Rules in Practice », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, pp. 195-214.

REFONTE DES RÈGLES BUDGÉTAIRES EUROPÉENNES

Bruno Ducoudré, Mathieu Plane, Xavier Ragot, Raul Sampognaro, Francesco Saraceno et Xavier Timbeau
Sciences Po, OFCE

Les règles budgétaires européennes fixent un certain nombre de contraintes sur les finances publiques des États membres. Ceux-ci doivent respecter un plafond de déficit et de dette et s'engager sur un objectif de solde structurel à moyen terme. Ils doivent aussi respecter une variation du solde structurel et limiter la progression des dépenses publiques. En parallèle, à l'ajout de nouvelles contraintes, les dernières réformes de la gouvernance ont introduit des flexibilités afin de mieux adapter la réponse aux chocs macroéconomiques. Le cadre est ainsi devenu plus complexe mais il n'a pas permis d'éviter la crise des dettes souveraines dans la zone euro.

De nombreuses propositions de réforme des règles sont actuellement en débat. Le FMI a proposé une philosophie de réforme pour un meilleur équilibre entre flexibilité, simplicité et contrainte. Cette philosophie a été introduite dans le cadre de la zone euro par quatorze économistes franco-allemands. Ils proposent de rebâtir les règles budgétaires autour d'une règle de dépenses publiques avec un mécanisme correcteur de la dette. Nous analysons les propriétés macroéconomiques de cette proposition.

Selon les simulations réalisées à partir du modèle iAGS, la règle de dépense est inapplicable à des pays ayant un niveau de dette trop éloigné de 60 % mais qui présentent des soldes structurels positifs, tels l'Italie ou le Portugal. Pour ces pays la règle provoque des efforts irréalistes qui aboutiraient à une très forte décroissance de la dette, l'amenant en terrain négatif assez rapidement. Ceci est accentué par le fait que la règle proposée est asymétrique.

À nos yeux, une règle budgétaire, même réformée, ne suffira pas pour sortir de la synchronisation des politiques budgétaires et aller vers une véritable coordination. La tension existe entre une gouvernance par les règles et une gouvernance par la coordination. L'analyse des règles actuelles et de la proposition des quatorze économistes franco-allemands nous conduit à plaider pour la seconde option. L'hétérogénéité des pays européens rend impossible l'imposition à tous d'une règle simple. Il faut dès lors augmenter l'intensité de l'analyse économique portant sur la situation de chaque pays pour donner les moyens à

une institution de prendre des décisions informées et de fournir des recommandations sur moyenne période. La contrepartie de cette agilité est un contrôle plus important de la soutenabilité des finances publiques. De manière plus opérationnelle, les interactions au sein du Semestre européen pourraient jouer ce rôle-là. Cette instance pourrait devenir le moment où l'on définit et l'on met en place conjointement la stratégie de croissance de l'Union, et où l'on établit la contribution de chaque pays à l'objectif commun.

Mots clés : politique budgétaire, gouvernance zone euro, finances publiques.

Un nombre croissant de pays choisit de s'imposer des règles fiscales pour encadrer le débat budgétaire. Des pays aussi différents que les États-Unis, la Suisse ou la Suède possèdent des règles fiscales. Aux États-Unis, celles-ci prennent la forme d'un plafond de dette, dans d'autres pays la contrainte porte sur les déficits. Le nombre de pays ayant adopté des règles fiscales est passé de 5 en 1990 à 96 en 2015. Une part importante de cet accroissement provient des pays européens qui ont adopté les règles définies par le Pacte de stabilité et de croissance (PSC).

Au sein de l'Union européenne, le rôle des règles fiscales est de laisser chaque pays libre de décider son budget, en limitant les conséquences pour les autres pays. Ainsi, la gouvernance budgétaire européenne a davantage pour objectif de limiter de potentiels effets négatifs que de favoriser la coordination des politiques économiques. Deux effets négatifs sont souvent mis en avant. Le premier est un « biais vers le déficit » qui émergerait dans les démocraties. L'excès de dépenses et de déficit pousserait à la hausse la dette publique du pays ainsi que le taux d'intérêt pour l'ensemble des États membres, générant un impact récessif, même pour ceux maîtrisant leurs finances publiques. Ensuite, l'absence de discipline budgétaire pourrait créer des risques non assurés pour les économies vertueuses, comme celui d'un éventuel *bail out* – bien que les États membres en soient formellement protégés par le Traité de Maastricht – ou le paiement d'une prime de risque liée au risque d'éclatement de l'union monétaire. Dans les deux cas, les externalités générées sur les autres États membres justifieraient le besoin de règles budgétaires afin de discipliner des politiques budgétaires qui ne le sont pas pleinement par les marchés financiers. Le maintien d'une discipline budgétaire stricte serait sans forte conséquence sur la stabilisation macroéconomique. Au niveau

national, les règles fixent des *maxima* de déficit et d'endettement. Elles laisseraient la liberté au pays de réduire les déficits en période de boom économique afin de trouver des marges de manœuvres en période de récession. Ensuite, dans le cas d'une récession commune à la zone euro, la politique monétaire stabiliserait le cycle économique.

Cette approche de la politique budgétaire n'a pas résisté à la crise. Au lendemain de la faillite de Lehman Brothers, l'instrument budgétaire fut mobilisé dans les principales économies avancées afin d'abord d'échapper à la récession et ensuite d'éviter que la récession ne se transforme en dépression comme en 1929. Face à un choc d'une telle ampleur, le seul jeu des stabilisateurs automatiques ne suffisait pas à éviter une dépression. Les États de la zone euro ont mis en place des plans de relance pour sortir les économies de la profonde récession dans laquelle elles étaient entrées. Sous l'effet joint des stabilisateurs automatiques, de la relance budgétaire, de la récession et des plans de sauvetage du système bancaire, les comptes publics se sont fortement dégradés dans la zone euro. Les déficits et niveaux d'endettement ont dépassé dans tous les grands pays les maxima définis par les règles européennes. En parallèle, les doutes sur la soutenabilité de la dette de certains États membres et sur la viabilité de l'union monétaire, au moins dans son contour géographique actuel, ont poussé les taux d'intérêts de certaines dettes souveraines à des niveaux très élevés. Dans ce contexte, les règles de la gouvernance budgétaire européenne ont été réformées pour donner des marges de manœuvre à la politique budgétaire, qui devait faire face à des chocs exceptionnels. Elles l'ont aussi été afin de réaffirmer la crédibilité de l'engagement des gouvernements, qui gardent la maîtrise de leur politique budgétaire, à assurer des finances publiques soutenables afin de restaurer la crédibilité des marchés financiers.

Toutefois, la succession de réformes des règles budgétaires a abouti à un ensemble de règles complexe à la fois par le nombre d'objectifs à atteindre simultanément et par le recours à des indicateurs structurels non observables, comme le déficit structurel, c'est-à-dire corrigé de la conjoncture. Et ce cadre ne permet pas de répondre à tous les chocs économiques. Notamment, il n'a pas permis d'éviter la crise des dettes souveraines dans la zone euro malgré l'intensité des plans d'austérité pratiqués par les pays de la zone euro soumis à un cadre budgétaire strict. D'ailleurs, l'article de Blanchard et Leigh (2013) montre que l'essentiel des erreurs de prévision réalisées par le FMI sur la croissance

du PIB au cours de la phase de consolidation budgétaire serait corrélé au niveau de l'ajustement budgétaire. Pour les auteurs ceci serait le signe d'une sous-estimation systématique des multiplicateurs budgétaires. La phase de très forte consolidation budgétaire, pratiquée dans le cadre des règles budgétaires, a participé grandement à la rechute économique des économies de la zone euro en 2012-2013.

La surveillance de l'application des règles budgétaires est devenue inadaptée et trop complexe. Ceci pourrait aboutir à une mauvaise application des règles qui par ailleurs souffrent de l'absence de sanction crédible en cas de déviation. Face à ces constats, de nombreuses propositions de réforme des règles budgétaires sont en débat. Le but est de remplacer les règles actuelles, notamment le critère de 3 % de déficit nominal et de 60% d'endettement rapporté au PIB par des règles faisant davantage sens économique et pouvant être appliquées. Des propositions de réforme émergent du FMI (2015 et 2018) ou plus récemment d'un groupe de 14 économistes franco-allemands (CEPR, 2018). L'idée principale de ces règles est de relier plus directement la trajectoire des dépenses publiques et le niveau d'endettement. L'objet de cet article est d'analyser de telles règles pour déterminer si elles sont meilleures que les règles existantes. Notre analyse indique que l'hétérogénéité des pays européens rend inadéquate l'imposition d'une règle unique à tous les pays européens, même simplifiée, pour inclure les dépenses publiques. Dès lors, des institutions analysant les contraintes dans les différents pays, plutôt que des règles automatiques, sont plus à même de définir des trajectoires d'endettement minimisant les effets négatifs, tout en stabilisant les économies européennes.

Afin de discuter la nécessité de réformer le cadre actuel ainsi que les pistes proposées, nous analysons les règles européennes pour établir si celles-ci peuvent être jugées comme adéquates. Dans la deuxième partie nous discutons de l'efficacité dans l'application des règles budgétaires et de leur succès ou échec à maîtriser les comptes publics. Dans la troisième partie, nous analysons en détail la proposition de réforme la plus précise réalisée par 14 économistes franco-allemands, s'inspirant des pistes de réforme proposées par le FMI (2015). Pour conclure nous donnons notre vision sur les voies souhaitables pour améliorer le cadre de conception et de coordination des politiques budgétaires dans la zone euro.

1. Le Pacte de stabilité est-il une bonne règle ?

Le Pacte de stabilité et de croissance (PSC), adopté en 1997, constitue la pierre angulaire de la gouvernance budgétaire européenne. Il comporte aujourd'hui trois règles principales qui s'appliquent à l'ensemble des États membres de l'Union européenne : un plafond de déficit budgétaire à 3 % du PIB, un plafond de dette publique fixé à 60 % du PIB et l'objectif d'atteindre « une position proche de l'équilibre ou excédentaire » à moyen terme pour le déficit public. Une série des réformes ont été mises en œuvre afin de compléter l'édifice. Elles fixent de nouveaux objectifs en termes structurels – pour laisser de la place aux stabilisateurs automatiques – et introduisent des flexibilités pour alléger le carcan des objectifs numériques rigides qui s'appliquent de façon homogène à des pays qui peuvent être en situation hétérogène. Un Objectif de moyen terme (OMT) défini en termes structurels propres à chaque pays a été ajouté à la gouvernance en 2005. Les réformes se sont accélérées au lendemain de la crise des dettes souveraines de la zone euro afin d'afficher l'ambition de garantir des finances publiques soutenables. En 2011, le *six-pack* ajoute notamment une évolution de référence des dépenses publiques à respecter chaque année et renforce le volet correctif qui s'applique aux États ayant un déficit public supérieur à 3 % du PIB. En 2012-2013, le *fiscal compact* et le *two-pack* obligent les États membres à inscrire les règles européennes dans leur législation nationale afin d'améliorer la surveillance et le respect des règles. Enfin, en 2015, des flexibilités sont introduites facilitant les déviations vis-à-vis de cet ensemble de contraintes pour préserver l'investissement public et inciter aux réformes structurelles. Se pose alors la question de savoir si cet ensemble de règles, construit au fil des besoins et des crises, constitue un bon ensemble de règles.

Le Pacte de stabilité introduit en 1997 contenait quelques flexibilités, car le pouvoir de sanctions relevait du Conseil, qui décide sur la base de considérations politiques. Cette flexibilité se faisait au détriment de la crédibilité de la règle, en restreignant les sanctions. Avec la crise et le durcissement subséquent des règles introduit par le Pacte budgétaire européen, cela a été corrigé, et les sanctions ne peuvent être bloquées par le Conseil à condition d'avoir une majorité qualifiée inversée. Cela a bien entendu réduit la flexibilité, démonstration pratique des arbitrages évoqués dans le travail fondateur de Kopits et Symansky (1998) sur les règles optimales.

Récemment, les difficultés économiques de la zone euro et le retour d'expérience sur la phase d'austérité ont conduit la Commission à prendre un rôle plus actif et à accorder de la flexibilité à certains pays, en contrepartie d'efforts significatifs (en matière de conduite de réformes, de résolution de situations d'urgence comme l'afflux de réfugiés, …). Cette flexibilité améliorée se fait néanmoins au prix d'un arbitraire accru, et donc d'encore moins de clarté et de transparence.

Dans leurs différentes versions, les critères privilégiés par les règles budgétaires européennes ont évolué, tout en s'ancrant au principe que l'intervention discrétionnaire de l'État à des fins de stabilisation devrait être limitée aux cas exceptionnels, et que la discipline budgétaire est une précondition pour une croissance forte et stable, dont la responsabilité reste confiée aux marchés. Même si les règles ont évolué, la conception sous-jacente de l'économie reste la même, en dépit de la crise, qui a remis en cause le consensus académique et conduit à réévaluer le rôle de la politique budgétaire. La capacité des marchés à atteindre l'équilibre efficace (en un délai raisonnable) est questionnée, ce qui oblige à reconsidérer les politiques macroéconomiques appropriées à des fins de stabilisation.

L'interrogation sur le rôle des politiques de stabilisation est un point essentiel du débat sur les règles budgétaires. Si l'objectif n'est pas seulement la soutenabilité des finances publiques, mais aussi la capacité à réguler les fluctuations cycliques, il devient nécessaire d'élargir la perspective et se demander si et comment les règles existantes (et les propositions de réforme) pourraient permettre de garantir la discipline budgétaire ainsi que la croissance et l'emploi en même temps, ces deux derniers objectifs ne pouvant pas être délégués aux marchés.

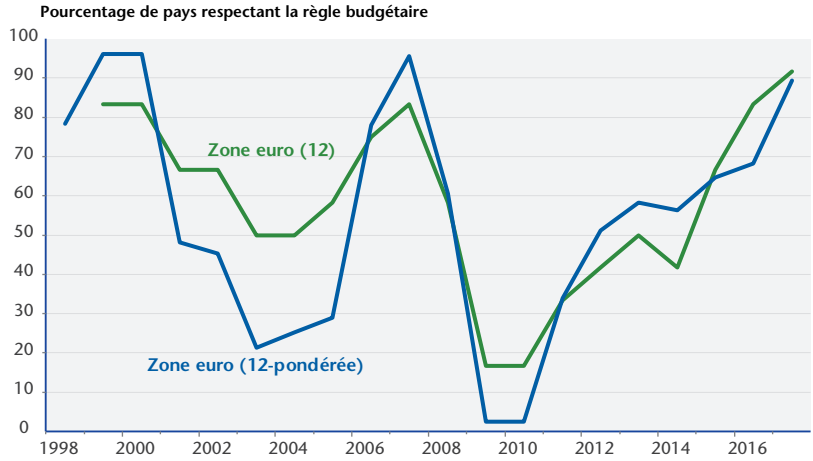
1.1. Le Pacte de stabilité : une règle qui engage ?

Une des principales motivations mise en avant pour justifier le besoin de réformer les règles budgétaires européennes est celle du non-respect par les États de leurs engagements. En moyenne, parmi les 12 principales économies de la zone euro[1], la règle des 3 % a été respectée 60 % du temps et ce taux était plutôt de 70 % avant-crise (graphiques 1 et 2). Ces chiffres semblent suggérer un respect relativement bon de la règle hors période de crise. Toutefois, lorsque les

1. Les 12 économies de la zone euro utilisées pour ces calculs sont : l'Allemagne, la France, l'Italie, l'Espagne, les Pays-Bas, la Belgique, l'Autriche, l'Irlande, la Finlande, la Grèce, le Portugal et le Luxembourg.

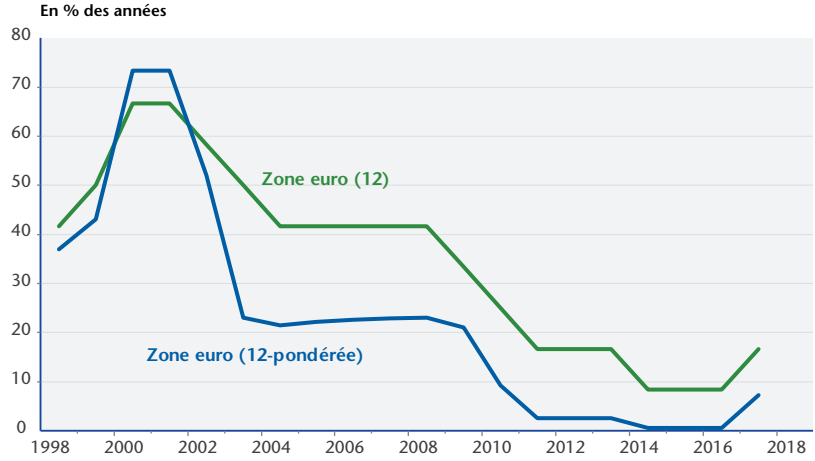
observations sont pondérées par la taille du pays, le respect est plutôt de l'ordre de 50 % sur l'ensemble de la période 1999-2017 et de 60 % pendant la période pré-crise. Ceci montre que la règle des 3 % a surtout été respectée par les petits pays avant la crise tandis que les grandes économies déviaient significativement. Cette situation semble révolue : en 2017, 90 % des pays respectent la règle de 3 % (pour les détails, voir Ducoudré *et al.*, 2018).

Graphique 1. Respect de la règle des 3 % de déficit budgétaire par les pays de la zone euro



Source : Ameco.

Graphique 2. Respect de la règle des 60 % de dette publique (1999-2017)



Source : Ameco.

Du fait de l'accumulation de déficits observée notamment depuis le déclenchement de la crise financière globale, l'endettement public a fortement augmenté dans la plupart des États membres. Même à la veille de la crise financière, moins d'un pays sur deux respectait ce critère quantitatif et les pays qui le respectaient représentaient autour de 20 % du PIB de l'union monétaire.

Dans le cadre du PSC, le dépassement fréquent de la cible des 3 % de déficit s'est traduit par l'ouverture de multiples procédures de déficit excessif (PDE), première étape vers une possible sanction. Parmi les 12 principales économies de la zone euro, seul le Luxembourg a échappé à l'ouverture d'une PDE (voir pour les détails Ducoudré *et al.*, 2018). En moyenne, une procédure est clôturée au bout de 6 ans et les plus longues ont atteint jusqu'à 11 ans en Espagne (si la PDE en cours est clôturée en 2018 comme prévu) et 10 ans pour la procédure ouverte à la France courant 2009. L'absence de sanction effective et la lenteur à sortir d'une situation de déficit jugé excessif seraient la preuve du besoin de réformer les règles actuelles.

Au-delà des objectifs de déficit et de dette publique établis par le PSC, les États membres de la zone euro doivent respecter un solde structurel supérieur à -0,5 % de PIB potentiel. Ce dernier est mesuré par des méthodes proposées par la Commission européenne, et tous les acteurs reconnaissent la grande incertitude de la mesure. En 2017, selon les calculs de la Commission européenne, cet objectif serait respecté par cinq pays (l'Allemagne, la Finlande, l'Irlande, la Grèce et les Pays-Bas) alors qu'en 2011 aucun État membre ne le respectait. En moyenne (non pondérée) le solde structurel des 12 principales économies de la zone euro se serait amélioré de 0,6 point de PIB structurel par an entre 2010 et 2017. Ceci semble dire que dans l'ensemble, les objectifs structurels des finances publiques ont été respectés depuis la mise en œuvre des dernières réformes des règles budgétaires. Il faut remarquer qu'une certaine hétérogénéité est observée dans l'évolution du solde structurel dans les pays contraints par les objectifs structurels en termes de finances publiques (Sampognaro, 2017).

L'analyse du respect des cibles quantitatives fixées par les règles européennes fournit un bilan mitigé sur la rigueur des règles budgétaires. Avant-crise, se sont essentiellement les grandes économies qui ont dévié de leurs engagements européens et ont utilisé leur poids politique pour éviter des sanctions. Pendant la crise financière globale, la clause de circonstances exceptionnelles au niveau de l'Union a été

mise en application, ce qui a permis de mettre de côté les cibles du PSC afin d'éviter la dépression. Toutefois, dès que les premiers signes de la reprise étaient perceptibles, un retour à la normale rapide a été décidé, inscrivant la quasi-totalité des États membres en PDE. Alors que les règles budgétaires ont été renforcées, après 2012, la conformité des politiques budgétaires avec les cibles de la politique budgétaire est meilleure. Les soldes budgétaires convergent vers l'OMT propre à chaque pays à une vitesse proche de celle stipulée par les règles et à partir de 2018 tous les États membres auront un déficit inférieur à 3 %. En revanche, peu de pays respectent la cible de 60 % de dette publique et leur OMT, ce qui maintiendra la pression des règles sur les politiques budgétaires au cours des prochaines années malgré l'absence de PDE. Le rôle de la règle des 60 % dépendra de la politique de la Commission européenne. Son évocation récente dans la discussion du budget italien indique que cette règle pourrait jouer un plus grand rôle que par le passé.

Si le non-respect des cibles quantitatives, relativement fréquent, pointe des problèmes dans la conception des règles et leur application, cela peut en revanche être nuancé par le fait que les règles budgétaires peuvent être *effectives*, c'est-à-dire influencer les choix budgétaires même si elles ne sont pas respectées à chaque instant. Il est difficile de conclure à un biais systématique pour le déficit et la dette dans la zone euro lorsque l'on confronte sa trajectoire vis-à-vis d'économies comparables (voir Ducoudré *et al.*, 2018, pour les détails). Le déficit public a été quasi-systématiquement plus faible dans la zone euro agrégée, que ce soit avant-crise ou après-crise.

Sur l'ensemble de la période 1999-2017, le déficit moyen de la zone euro à 12 s'établit à 2,6 % de PIB, un niveau nettement inférieur à celui observé aux États-Unis (5,4 %), au Japon (6,1 %) et dans une moindre mesure à celui observé au Royaume-Uni (3,9 %). Ce constat est vérifié avant-crise et davantage après-crise, moment où la zone euro a réalisé une moindre relance budgétaire et a entamé une politique de consolidation budgétaire de façon plus précoce (Sampognaro, 2018). Avant la mise en application du PSC, la dette publique dans la zone euro était supérieure de 9,8 points de PIB à celle des États-Unis et 31 points de PIB plus élevée que celle du Royaume-Uni. Entre 1999 et 2007 la dette publique a diminué en zone euro (-6,5 points de PIB) tandis qu'elle est restée quasiment stable aux États-Unis et au Royaume-Uni et qu'elle a poursuivi sa forte croissance au Japon. À l'intérieur de la zone euro, les grandes économies comme l'Allemagne et la France ont connu une

trajectoire de leur dette publique comparable à celle des grandes économies avancées, alors que la dette publique a fortement diminué en Espagne (-26,9 points) et en Italie (-11,0 points). En revanche, la dette publique a augmenté en Grèce et au Portugal. Même si les règles ont été peu suivies pendant la période 1999-2007, il n'est pas possible d'observer une dérive particulière des finances publiques au sein de la zone euro hormis les cas portugais et grec.

Sur la période postérieure à la crise, la zone euro se distingue nettement des autres économies comparables. Si la dette publique augmente de 24 points en zone euro, la hausse est nettement plus limitée qu'ailleurs. Certains pays de la zone euro connaissent de fortes hausses de leur dette publique comme l'Espagne, l'Irlande, le Portugal et la Grèce. Ces pays ont été particulièrement touchés par la crise bancaire et celle des dettes souveraines, affectant fortement leurs trajectoires du PIB. Toutefois, notamment en Espagne et en Irlande, la dette publique reste plus basse que dans les économies avancées hors zone euro du fait de leur niveau de départ plus faible.

En dépit de la hausse importante de la dette publique, il est indéniable que les finances publiques ont été maîtrisées en zone euro. La comparaison avec les évolutions observées dans des économies comparables va clairement dans ce sens. Les règles budgétaires européennes, même si elles n'ont pas toujours été suivies à la lettre, sont bien effectives pour limiter les marges budgétaires des États membres. Mais ceci n'a pas été sans coût. La faible relance budgétaire et la mise en œuvre rapide de la consolidation budgétaire, alors que la reprise était fragile, ont conduit la zone euro dans son ensemble dans une « double-récession ». Ceci a créé une divergence macroéconomique avec le reste des économies avancées qui ont retrouvé leur niveau d'activité d'avant-crise plus rapidement que la zone euro. Par ailleurs, la zone euro – et surtout certains pays du sud de l'Union – peinent à effacer les stigmates de la crise en termes d'emploi et de niveau de vie. La forte montée du chômage a créé des pressions déflationnistes qui ont rendu encore plus difficile la résorption de la dette publique. Une trop forte consolidation budgétaire, réalisée au mauvais moment, lorsque les multiplicateurs budgétaires sont élevés, peut s'avérer une stratégie perdante – non seulement en termes d'activité et d'emploi – mais aussi pour garantir une trajectoire des finances publiques soutenable : il n'est pas possible de faire l'économie d'une analyse macroéconomique prospective pour évaluer quelle est la politique budgétaire la plus adaptée au regard des objectifs qui lui sont attribués.

2. Comment simplifier les règles budgétaires ? Une évaluation de la règle proposée par le FMI et 14 économistes franco-allemands

2.1. Des propositions de réforme pour simplifier le cadre et le rendre plus contraignant

L'analyse précédente montre que les règles budgétaires européennes, même si elles n'ont pas été appliquées de manière la plus stricte, ont influencé les politiques budgétaires européennes. Les réformes réalisées *post*-crise ont rendu l'ensemble des règles plus flexible (objectifs en termes structurels, clause d'investissement ou de réformes structurelles), en facilitant le recours à des sanctions (pour éviter des sanctions il faut une majorité qualifiée inversée au Conseil) mais nettement plus complexe. Selon le FMI (2015), la complexité introduite a rendu *in fine* le cadre peu contraignant. Les États membres doivent désormais respecter un plafond de déficit et de dette et s'engager sur un objectif de solde structurel à moyen terme. En outre, les lois de finances annuelles doivent respecter une variation de solde structurel et limiter la progression des dépenses publiques. Pas moins de 5 variables de finances publiques sont contraintes par les règles en vigueur actuellement en UE. En parallèle à l'ajout de nouvelles contraintes, censées renforcer la crédibilité de la soutenabilité des comptes publics, des flexibilités ont été introduites afin de mieux adapter la réponse aux différents chocs macroéconomiques. Ce cadre constitue un ensemble complexe de règles, suggérant le besoin de le réformer afin de mieux hiérarchiser les objectifs et de faciliter la surveillance qui a tendance à se noyer dans les détails particuliers de chacune des règles, notamment depuis qu'il est nécessaire de mesurer le PIB potentiel afin d'analyser le respect des engagements de chaque pays.

Cette complexité relativement inefficace gagnerait à être simplifiée par de nouveaux principes. Le FMI propose une philosophie de réforme afin d'améliorer le cadre et de revenir à un meilleur équilibre entre flexibilité, simplicité et contrainte (FMI, 2015 et 2018). Pour l'organisation internationale, un bon ensemble de règles doit avoir : (i) un objectif de long terme de finances publiques (avec une préférence pour un objectif de dette, mais ça peut être aussi un objectif de solde structurel) ; (ii) une règle opérationnelle à court terme pour piloter annuellement les finances publiques d'une façon cohérente avec l'objectif de long terme (une règle de dépense publique primaire avec un terme correctif de la dette serait privilégié par le FMI) et (iii) une

surveillance par une administration indépendante afin de garantir le respect des règles. Dans le cadre d'une union monétaire ou d'un État fédéral, l'organisation propose d'éviter des sanctions non crédibles et de favoriser plutôt des récompenses aux parties vertueuses.

Cette philosophie de réforme a été introduite dans le cadre de la zone euro par 14 économistes franco-allemands (CEPR, 2018) qui proposent de rebâtir les règles budgétaires autour d'une règle de dépenses publiques – très proche de celle qui existe aujourd'hui dans le cadre du volet préventif du PSC – avec un mécanisme correcteur de la dette. Cette proposition de réforme de règle étant actuellement la plus aboutie, nous en analysons les propriétés macroéconomiques.

2.2. Présentation de la règle de dépense publique

À partir de la règle budgétaire contenue dans CEPR (2018), nous avons simulé pour la France, sur la période 1997-2017, la politique budgétaire qui aurait découlé de la règle proposée ainsi que la trajectoire de finances publiques.

Le rapport des 14 économistes propose en effet une règle de dépenses publiques avec une cible de dette publique. Le principe de base est simple : les dépenses publiques nominales ne doivent pas croître, à long terme, plus rapidement que le PIB nominal (qui est la somme du PIB potentiel réel et de l'inflation anticipée) et elles devraient croître moins rapidement pour les pays qui doivent réduire leur dette, *grosso modo* les pays ayant une dette publique supérieure à 60 % du PIB. La vitesse de réduction de la dette dépendrait de sa distance à 60 % (plus la distance est élevée, plus la vitesse d'ajustement serait importante) [2]. Les dépenses publiques sont nettes des charges d'intérêts et des indemnités chômage (à l'exception des mesures discrétionnaires dans ce domaine) et corrigées des mesures discrétionnaires sur les prélèvements obligatoires (pour les détails, voir Ducoudré *et al.*, 2018).

La règle proposée par CEPR (2018) dépend de plusieurs paramètres, en premier lieu de la force de rappel de la dette publique à 60 % du PIB, mais aussi de la croissance du PIB potentiel et l'inflation anticipée. Dans Ducoudré *et al.* (2018) nous discutons la sensibilité des

2. Notons que la règle ne dit rien sur l'évolution de la dépense publique lorsque la dette publique passe sous l'objectif de 60%. Cela est également le cas dans la gouvernance européenne actuelle, traduisant le caractère asymétrique existant des règles budgétaires.

résultats au choix des indicateurs pour ces variables. Par exemple, pour l'inflation anticipée on peut utiliser les prix à la consommation ou son sous-jacent, prix du PIB, ou même une cible d'inflation fixe, indépendamment des aléas de la conjoncture. Ceci change assez significativement la trajectoire dictée par la règle. L'inflation mesurée par les prix à la consommation est par exemple plus volatile que celle des prix du PIB, ce qui de fait pourrait avoir un impact sur la stabilité à court terme de la dépense.

Comme l'inflation, la mesure du PIB potentiel est déterminante pour définir la trajectoire de dépense publique issue de la règle. Cette variable étant inobservable, elle ne conduit pas à un consensus dans sa valeur, en raison notamment des différentes méthodes utilisées pour son évaluation. Dans Ducoudré *et al.* (2018), nous avons retenu trois mesures : (a) celle réalisée en temps réel par l'OCDE à partir de chacun de ses millésimes de publication ; (b) celle réalisée *ex post* par l'OCDE, issue de la publication du dernier millésime connu (novembre 2017) dans le cadre de l'exercice réalisé ; (c) celle réalisée en temps réel à partir des différents Projets de loi de finances (PLF).

Les différences peuvent être significatives ; le taux de croissance du PIB potentiel mesuré en temps réel par les PLF est de 2 % en moyenne sur la période 1997-2017 et de 1,8 % pour l'OCDE pour l'évaluation en temps réel. En revanche, elle tombe à 1,5 % en moyenne sur la période si l'on retient la vision actuelle de l'OCDE, issue de sa dernière publication.

2.3. Simulation rétrospective de la règle de dépense pour la France sur la période 1997-2017

La simulation de la règle de dépense publique nécessite de tenir compte des mesures nouvelles en prélèvements obligatoires (PO) sur la période étudiée. Pour cela, nous avons, à partir des évaluations contenues dans les Rapports économiques, sociaux et financiers issus des différents PFL, mesuré l'impact des mesures nouvelles en PO pour chacune des années étudiées, ce qui permet de filtrer dans l'évolution des PO les effets propres à la dynamique des assiettes fiscales. Notre analyse de la règle s'applique chaque année indépendamment des autres, la dette publique étant considérée dans cette partie comme une exogène sur la période.

Afin de réaliser la simulation de la règle de dépense publique sur la période 1997-2017, nous avons retenu cinq types d'hypothèses donnant lieu à six cas possibles :

— Deux hypothèses de prix anticipés :
  - Le taux de croissance du prix du PIB prévu dans chacun des Projets de lois de finances ;
  - Une cible d'inflation fixe à 2 % sur toute la période ;

— Trois hypothèses de croissance potentielle :
  - La croissance potentielle évaluée par l'OCDE sur la période 1997-2007 dans sa publication de novembre 2017 ;
  - La croissance potentielle en temps réel prévue par l'OCDE dans ses différents millésimes de publication (exemple : la croissance potentielle prévue pour 2007 dans la publication de l'OCDE d'automne 2006) ;
  - La croissance potentielle en temps réel prévue dans chacun des Projets de lois de finances (exemple : le taux de croissance du PIB potentiel prévu pour 2007 dans le PLF pour 2007 publié à l'automne 2006).

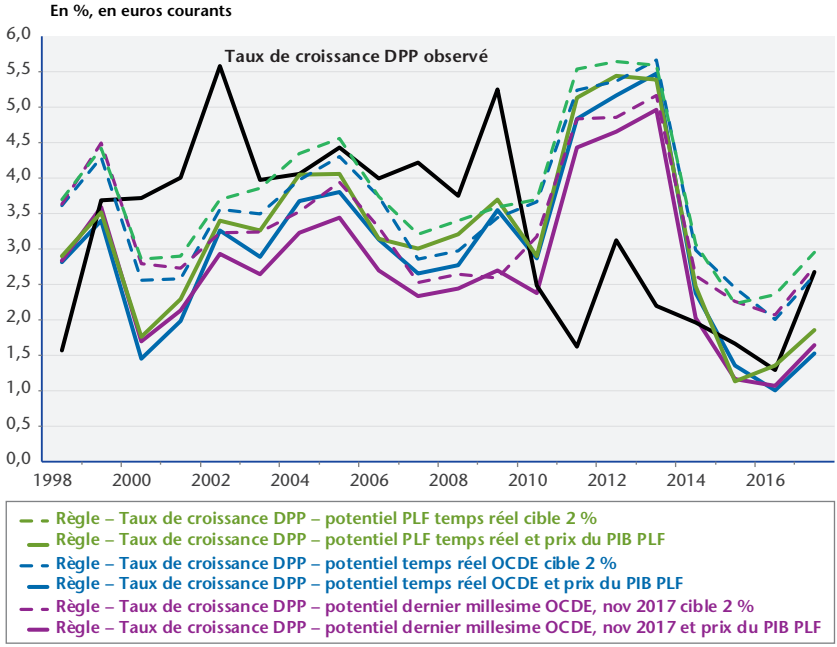
Dans tous les cas retenus, bien qu'il y ait des nuances selon les hypothèses retenues, la règle présente un caractère plus contra-cyclique que la trajectoire de dépense publique observée (graphique 3).

Au regard des évolutions des impulsions budgétaires totales – calculées à partir de la dynamique des dépenses[3] qui varient selon les hypothèses retenues pour simuler la règle et des mesures nouvelles en PO connues sur la période et exogènes à la règle de dépense – la règle aurait été plus restrictive sur la période 2000-2009 et plus expansive sur la période 2010-2014 (Ducoudré *et al.*, 2018). À noter que retenir une cible d'inflation à 2 % dans le calcul de règle renforce grandement son caractère contra-cyclique, élément particulièrement efficace en période de *lowflation*.

Selon nos calculs, l'impulsion budgétaire cumulée sur la période 1997-2017 a été quasiment neutre (-0,6 point de PIB), ce qui est proche de ce que nous donnerait la règle dans deux cas (potentiel en temps réel PLF et déflateur PLF, et potentiel OCDE dernier millésime et

3. Pour mesurer les impulsions budgétaires du côté de la dépense selon les différentes hypothèses retenues pour simuler la règle, nous avons fondé nos calculs en retenant le PIB potentiel en temps réel des PLF et le prix du PIB observé.

Graphique 3. Taux de croissance de la dépense publique primaire (DPP) observé et selon la règle



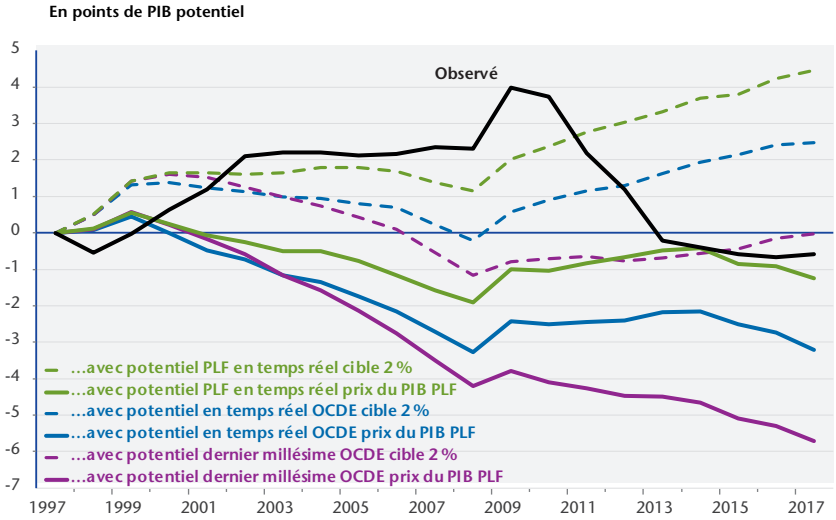
Sources : Insee, OCDE, *Projets de lois de finances*, calculs OFCE.

cible d'inflation à 2 %) (graphique 4). Dans deux cas, l'impulsion cumulée serait plus expansive que ce qui a été réalisé par le passé (compris entre 2,5 et 4,5 points de PIB sur la période) et dans deux autres, elle serait plus restrictive (compris entre -3,2 et -5,7 points de PIB). Selon les hypothèses retenues de prix et de potentiel, les différentes dynamiques de la dépense issues de la règle conduisent à écart d'impulsion pouvant aller jusqu' à 10 points de PIB en l'espace de vingt ans, ce qui est considérable.

Si dans certains cas, les impulsions budgétaires cumulées issues de la règle sont proches de ce qui a été observé, en revanche les évolutions annuelles sont très différentes et marquées par deux sous-périodes. En effet, entre 1997et 2009, l'impulsion budgétaire cumulée de la France a été de +4 points de PIB. Dans tous les cas, la règle aurait conduit à pratiquer une politique plus restrictive, comprise entre -2,0 et -7,8 points de PIB en douze ans. À l'inverse, l'impulsion budgétaire cumulée a été très restrictive entre 2009 et 2017, correspondant à -4,6 points de PIB. Dans tous les cas de figure, la règle aurait conduit à une impulsion budgétaire

plus positive sur cette seconde période que ce qui a été réalisé, comprise entre +3,5 points de PIB et +7 points de PIB.

Graphique 4. Impulsion budgétaire cumulée sur la période 1997-2017 (calculée sur la base du PIB potentiel PLF en temps réel et du prix du PIB observé)



Sources : Insee, OCDE, *Projets de lois de finances*, calculs OFCE.

Les différences de politique budgétaire auraient été très importantes par rapport à ce qui a été pratiqué par le passé, conduisant à une impulsion beaucoup plus négative entre 1997 et 2009, avec des conséquences certes plus positives sur les finances publiques mais avec une trajectoire du PIB qui aurait été moins dynamique et un taux de chômage bien plus élevé. Après 2009, les marges de manœuvres budgétaires auraient dû être utilisées pleinement pour garantir l'efficacité de la règle.

Avec cette règle, la trajectoire du déficit public et de la dette publique aurait été très différente. Afin de simuler cette trajectoire, nous avons endogenéisé le déficit et la dette publique dans la règle[4] en supposant un multiplicateur budgétaire à 1, constant dans le temps, la situation initiale étant 1997. Nous n'avons pas étudié ici les impacts macroéconomiques autres que ceux sur les finances publiques liés à l'application de la règle. Ils sont cependant nécessaires à la compré-

4. En revanche, les charges d'intérêts sont exogènes.

hension de la règle dans son ensemble afin de fournir un cadre d'analyse global sur les arbitrages possibles dans la conduite de la politique économique, notamment entre croissance, emploi et ajustements budgétaires.

Les résultats des simulations menées par Ducoudré *et al.* (2018) montrent que l'application de la règle de dépense aurait, de par son caractère plus contra-cyclique, conduit à avoir un solde public en 2007 proche de l'équilibre ou excédentaire (contre -2,5 points de PIB) dans le cas où la règle serait simulée sur la base des anticipations de prix issus du PLF. En revanche, sur la base de la règle, le solde public aurait connu une forte dégradation sur la période 2008-2017. Dans seulement deux cas (sur six), celui-ci serait en 2017 significativement inférieur au déficit observé et dans deux autres significativement supérieur. Enfin, dans cinq cas simulés sur les six, la dette publique aurait en 2017 un niveau inférieur à celui observé en raison des différences de dynamique des ajustements budgétaires (*frontloaded* dans le cas de la règle et *backloaded* dans la réalité).

Si la règle semble séduisante à première vue par son caractère contra-cyclique, elle doit cependant être interprétée avec une grande précaution. D'une part, le rôle stabilisateur de la règle qui amplifie son caractère contra-cyclique provient principalement de l'erreur d'anticipation d'inflation qui va dans le bon sens (plutôt surestimée en bas de cycle et sous-estimée en haut de cycle), phénomène observé au cours des deux dernières décennies mais dont on n'est pas certain qu'il se reproduira dans les années à venir. D'autre part, selon les hypothèses retenues, la règle peut amener à faire des choix de politique économique très restrictifs, notamment dans le cas d'un taux de croissance potentiel faible et/ou d'une prévision d'inflation bien inférieure à 2 %, dommageable pour la croissance et l'emploi. Par ailleurs, sur la période de simulation 1997-2017, la force de rappel de l'écart de la dette publique à 60 % du PIB joue peu sur la trajectoire de dépense publique issue de la règle, ce qui serait tout à fait différent d'une simulation de la règle commençant actuellement (à partir de 2018), qui combinerait à la fois un déficit relativement bas et une dette élevée. Or, cette force de rappel joue un rôle fondamental à long terme sur la trajectoire des finances publiques, ce qui est largement développé dans la partie suivante.

2.4. Simulation prospective de la règle pour la zone euro avec le modèle iAGS

Nous élargissons maintenant l'analyse à l'ensemble des pays de la zone euro en analysant les conséquences de la mise en place d'une règle uniforme pour l'ensemble des pays. La règle est implémentée dans le modèle iAGS de l'OFCE (Timbeau *et al.*, 2012), qui simule la trajectoire des 11 économies principales (en termes de poids dans le PIB) de la zone euro. Le modèle est modifié pour prendre en compte la possibilité de chocs non anticipés affectant le taux d'inflation courant (Ducoudré *et al.*, 2018).

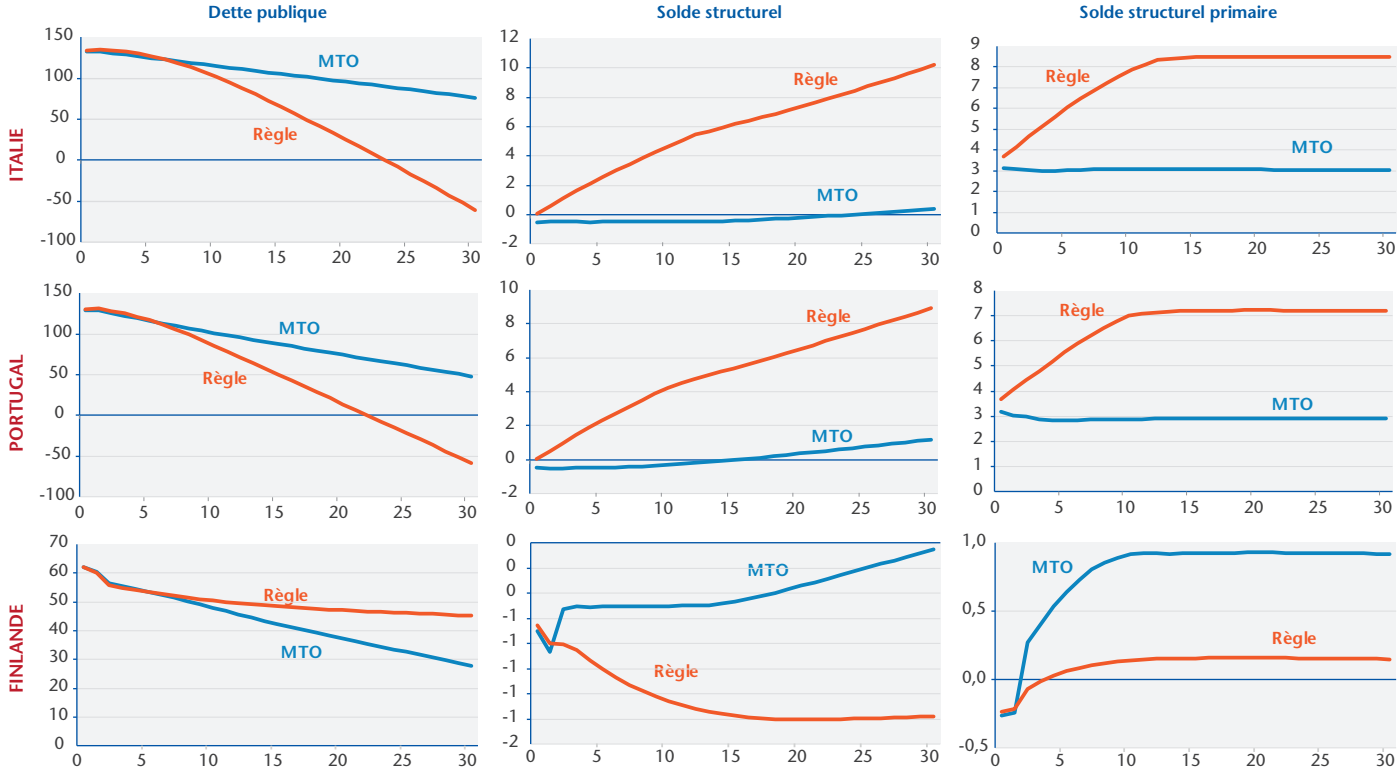
Le compte central reprend les simulations entreprises dans le *Rapport iAGS 2018* (prévisions de croissance pour 2018-2019) où les impulsions budgétaires de référence sont calculées pour respectées le MTO. Elles sont réparties à 50% en impulsion budgétaire (IB) sur les dépenses et à 50% en IB sur les prélèvements obligatoires (PO).

Nous réalisons ensuite une variante dans laquelle la règle budgétaire portant sur le taux de croissance de la dépense publique nominale se substitue à la trajectoire d'IB en dépenses pour l'ensemble des pays (France, Allemagne, Italie, Espagne, Autriche, Belgique, Irlande, Pays-Bas, Grèce, Portugal, Finlande) à partir de 2017. Les IB en PO sont conservées et neutralisées dans la règle de dépenses de sorte que seuls les multiplicateurs portant sur la dépense publique jouent.

Dans le graphique suivant (graphique 5) le paramètre d'ajustement de la dépense publique en fonction de l'écart de la dette publique à sa cible est le même pour tous les pays. Il est plus fort lorsque la dette est supérieure à 90% et est nul lorsque la dette est inférieure à 60 %. La règle implique dès lors un ajustement de près de 10 points de PIB du solde structurel primaire pour l'Italie, et 9 points pour le Portugal.

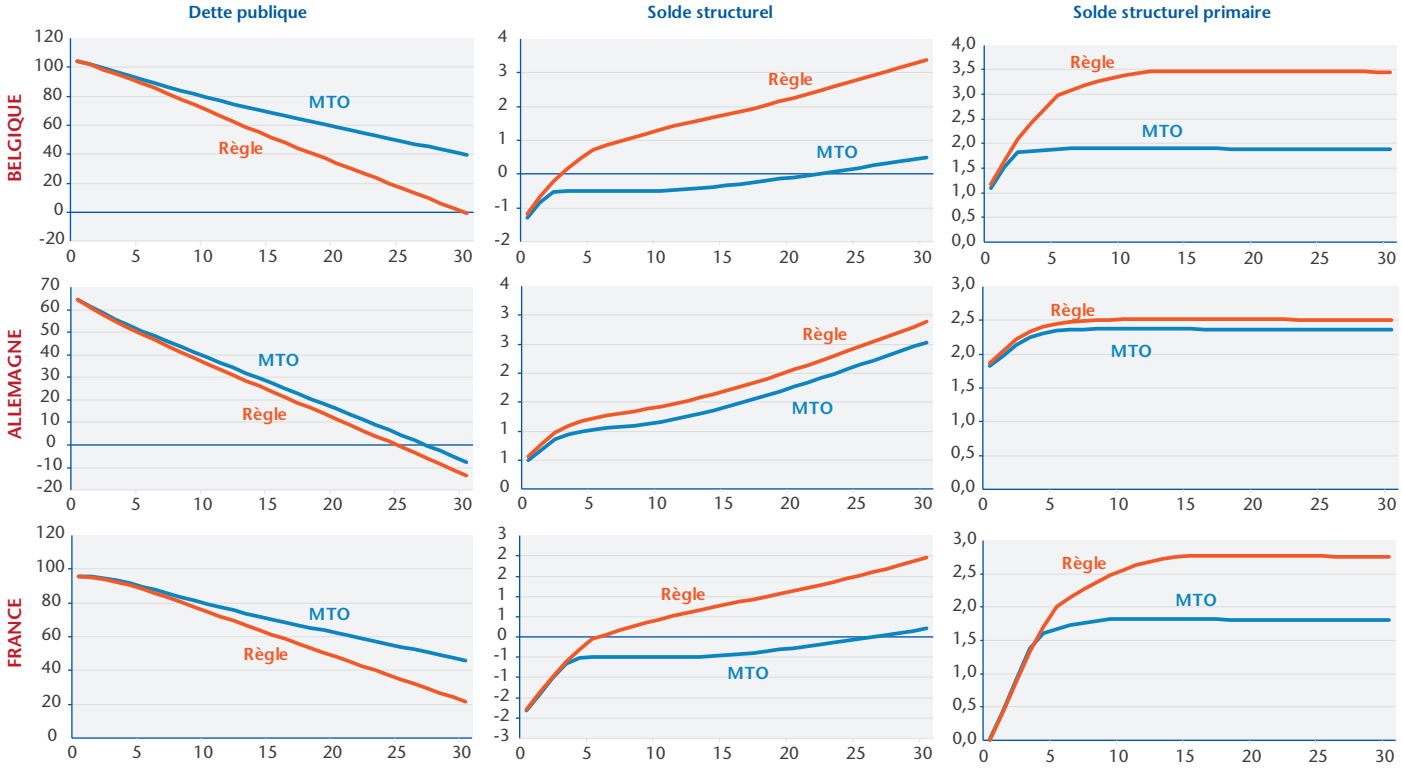
Cette simulation illustre le fait qu'une telle règle devrait être spécifique à chaque pays. Dans tous les cas, elle reste asymétrique et implique un ajustement qui paraît trop important : au bout de quelques années, lorsque la trajectoire de dette est à la baisse, la règle implique de poursuivre les efforts, ce qui n'a pas de sens économique.

Graphique 5. Mise en place de la règle pour tous les pays de la zone euro



Source : modèle iAGS, OFCE.

Graphique 5 bis. Mise en place de la règle pour tous les pays de la zone euro



Source : modèle iAGS, OFCE.

Conclusion de l'analyse

L'ensemble des simulations réalisées à partir du modèle IAGS indique qu'une règle simple ne peut être appliquée uniformément à l'ensemble des pays, et qu'elle comporte des défauts importants. Premièrement, il faut tenir compte de la situation spécifique de chaque pays. La règle de dépense est inapplicable à des pays ayant un niveau de dette trop éloigné de 60 % mais qui présentent pourtant des soldes structurels positifs, tels l'Italie ou le Portugal. Étant donné que l'ajustement budgétaire est continu tant que la dette n'est pas repassée en-dessous de 60 %, elle implique pour certains pays des efforts irréalistes qui conduiraient à des excédents budgétaires très élevés qui aboutiraient à une très forte décroissance de la dette, l'amenant en terrain négatif assez rapidement (entre 20 et 30 ans). Le fait que la règle soit asymétrique, c'est-à-dire qu'elle n'agit pas dans un sens opposé sur la dépense lorsque la dette est en-dessous de sa cible, génère une dette négative à long terme, qui rend la règle déstabilisante pour l'économie.

En revanche, en cas de choc de demande ou d'inflation non anticipés, la règle a les bonnes propriétés contra-cycliques. Elle implique, en cas de choc de demande positif non anticipé, une impulsion budgétaire plus négative relativement au compte central, freinant ainsi l'activité économique (et inversement en cas de choc de demande négatif). En cas de choc inflationniste, la règle implique une impulsion budgétaire plus négative relativement au compte central, accentuant ainsi la baisse de l'activité économique (et inversement en cas de choc déflationniste). Ces propriétés sont proches de celles issues d'une application du MTO, les propriétés stabilisantes provenant de la mauvaise anticipation de l'inflation, qui se répercute sur l'impulsion budgétaire (une inflation réalisée supérieure à l'inflation anticipée implique une impulsion budgétaire plus forte que prévu, et inversement).

3. Conclusion : quelles règles pour le futur ?

Comme nous avons pu le voir, il n'existe pas de règle optimale qui puisse satisfaire plusieurs objectifs. Toutes les règles impliquent des arbitrages en fonction des objectifs poursuivis. Or ces objectifs peuvent évoluer en fonction des conditions macroéconomiques, ce qui nécessiterait d'avoir une règle mouvante qui s'adapte à ces changements, mais au prix de rendre la règle non crédible car trop souple. Ainsi, un pilotage macroéconomique qui poursuivrait plusieurs objectifs, comme la

croissance, l'emploi, la compétitivité et les finances publiques, avec des enjeux de temporalité différents ne pourra se retrouver dans une règle simple et crédible. C'est ce que montrent clairement les simulations sur la base de la règle de dépenses proposée par les 14 économistes, qui a l'avantage d'être simple mais possiblement déstabilisante pour l'économie en fonction des conditions initiales dans lesquelles la règle proposée est appliquée. Ainsi, la complexité des règles vise en partie à tenir compte de ces enjeux économiques multiples et des modifications de situation macroéconomique au gré des chocs et cycles économiques. Mais cette complexité nuit à la compréhension, à la transparence et à la crédibilité même de la règle sans pourtant être aussi efficace qu'un pilotage macroéconomique sans règle.

Jusqu'à présent, la stabilité des finances publiques a été le seul objectif des règles européennes. En effet, les règles budgétaires européennes se focalisent sur chaque pays individuellement et ne tiennent pas compte des rétroactions liées aux politiques budgétaires pratiquées par les autres pays membres de la zone euro, ce que ne peut faire une règle simple par définition. Les règles européennes ont synchronisé les politiques budgétaires sans les coordonner, ce qui a conduit sur la période 2011-2013, a une austérité généralisée qui a amplifié les effets négatifs des politiques nationales liées à la consolidation budgétaire pratiquée par chacun des pays. Cela a eu pour conséquence, après la grande crise de 2008-2009, de faire plonger la zone euro dans une nouvelle récession, en 2012 et 2013, alors même que les autres zones du monde connaissaient dans le même temps une reprise de leur économie. Par ailleurs, les règles budgétaires sont focalisées sur les finances publiques car elles ont été construites avec la conviction que l'efficacité des marchés garantissait la croissance et l'emploi. Mais comme on l'a vu, ce cadre intellectuel a été remis en cause par la crise.

Ainsi, une règle budgétaire, même réformée, ne pourra repenser la gouvernance européenne de façon à sortir de la synchronisation problématique des politiques budgétaires pour aller vers une véritable coordination de celles-ci. Comment une règle budgétaire peut-elle prendre en compte les externalités liées aux politiques pratiquées par ses voisins et assurer des objectifs multiples, de finances publiques mais aussi de croissance et d'emploi ? La prise en compte des externalités au sein de la zone euro a conduit à la création d'une nouvelle institution, le Comité budgétaire européen, qui émet des recommandations sur l'orientation globale des politiques budgétaires dans la zone euro. À ce

jour, on voit mal comment les recommandations d'une telle institution peuvent influencer les choix budgétaires nationaux dans le cadre des règles actuelles. Cette difficulté révèle une tension inévitable entre deux types de gouvernance. Dans la première on définit des règles simples une fois pour toutes, et l'on crée des institutions pour appliquer les règles. Dans la seconde, une institution (qui doit avoir une légitimité politique, voire démocratique des différents États) analyse les réalités nationales et les interactions européennes, pour fournir des recommandations pays par pays cohérentes avec les objectifs identifiés pour l'union. La tension, en somme, est entre une gouvernance par les règles, et une gouvernance par la coordination. L'analyse des règles actuelles, faisant suite à la proposition de changement de règles par le groupe de 14 économistes franco-allemands, nous conduit à plaider clairement pour la seconde option. L'hétérogénéité des pays européens rend impossible l'imposition à tous d'une règle simple. Il faut dès lors, augmenter l'intensité de l'analyse économique de la situation de chaque pays pour donner les moyens à une institution de prendre des décisions informées et de fournir des recommandations sur moyenne période, par exemple cinq ans pour la trajectoire des finances publiques. La contrepartie de cette agilité retrouvée est probablement une coordination et un contrôle plus importants de la soutenabilité des finances publiques.

De manière plus opérationnelle, les interactions au sein du Semestre européen pourraient jouer ce rôle-là. À ce jour cette instance a surtout été utilisée pour s'assurer de la mise en œuvre des règles actuelles dans les différents pays. Or, cette instance pourrait devenir le moment où l'on définit et l'on met en place conjointement la stratégie de croissance de l'Union, et où l'on établit la contribution de chaque pays à l'objectif commun. Quelle place pourrait prendre une nouvelle institution ? Une possibilité serait de faire évoluer le Comité budgétaire européen pour lui donner les moyens d'une réelle analyse économique. Il pourrait remettre un rapport avant la réunion de l'Eurogroupe, et donc avant le Conseil européen, visant à fournir les trajectoires souhaitables des finances publiques. La règle proposée par les 14 économistes serait alors un élément de réflexion utile[5] parmi d'autres, dont notamment une analyse prospective sur la soutenabilité

5. Mais bien sûr insuffisant, dans la mesure où il ne traite pas des effets liés à la simultanéité de politiques menées par chacun des pays pris individuellement dans une même zone économique et monétaire.

de la dette publique par le Comité budgétaire, afin de déterminer chaque année des trajectoires de dépenses publiques crédibles à un horizon de 5 ans.

Références

Blanchard O. et D. Leigh, 2013, « Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers », *American Economic Review*, vol. 103, n° 3, pp. 117-120, mai.

Brunnermeier, J. et J. –P. Landau, 2016, « The Euro and the Battle of Ideas », Princeton, Princeton University Press.

Buiter W. H., 2003, « Ten Commandments for a Fiscal Rule in the E(M)U, » *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 19, n° 1, pp. 84-99.

CEPR, 2018, « Reconciling Risk Sharing with Market Discipline: A Constructive Approach to Euro Area Reform », *CEPR Policy Insight*, n° 91, janvier.

Ducoudré B., M. Plane, X. Ragot, R. Sampognaro, F. Saraceno et X. Timbeau, 2018, « Refonte des règles budgétaires européennes », *Working Paper de l'OFCE*, n° 43, décembre.

FMI, 2015, « Reforming Fiscal Governance in the European Union », *IMF Staff Discussion Notes*, SDN/15/09, mai.

FMI, 2018, « Second-Generation Fiscal Rules: Balancing Simplicity, Flexibility and Enforceability », *IMF Staff Discussion Notes*, SDN/18/04, avril.

Kopits G. et S. A. Symansky, 1998, « Fiscal Policy Rules », *FMI Occasional Paper, n° 162*, juillet.

Sampognaro R., 2018, « Les effets de la politique budgétaire depuis 2008 », *Revue de l'OFCE*, n° 155, avril, pp. 269-301.

Sampognaro R., 2017, « PLF 2018 : fin d'une procédure, début d'une nouvelle ? », *Blog de l'OFCE*, 28 novembre.

Taylor J. B., 1993, « Discretion versus Policy Rules in Practice », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, n° 1, pp. 195-214, décembre.

Timbeau X., C. Blot, M. Cochard, B. Ducoudré et D. Schweisguth, 2012, « iAGS Model for Euro Area Medium Term Projections », *OFCE Working Paper*, novembre.

Partie IV

FISCALITÉ DES ENTREPRISES EN EUROPE

Quel rôle peut jouer l'Europe dans l'imposition des multinationales ? **333**
Guillaume Allègre et Julien Pellefigue

L'impôt sur les sociétés peut-il survivre à la mondialisation et à l'intégration européenne ? **359**
Henri Sterdyniak

QUEL RÔLE PEUT JOUER L'EUROPE DANS L'IMPOSITION DES MULTINATIONALES ?

Guillaume Allègre
Sciences Po, OFCE
Julien Pellefigue
Taj et Paris 2

Depuis 2008, la fiscalité directe des entreprises est devenue un sujet de préoccupation politique au niveau européen. De fait, le régime fiscal en Europe permet aux entreprises de dé-corréler dans une large mesure leurs décisions d'investissement et de localisation du profit, ce qui favorise la concurrence entre Etats membres pour attirer les investissements et surtout la base taxable des multinationales. Comme le prédit la théorie économique, la concurrence fiscale européenne a eu pour conséquence une réduction des taux d'impôt sur les sociétés (IS) et une augmentation des taux d'imposition de la consommation, base moins mobile. Sans action, la course vers le bas des taux d'IS est susceptible de se poursuivre. L'action européenne en matière de fiscalité directe devrait tenir compte de plusieurs paramètres difficiles à concilier : l'efficacité de l'allocation intra-européenne du capital, l'équité inter-nation, et le contrôle du niveau de l'intensité de la concurrence fiscale entre États membres. La Commission européenne étudie actuellement un projet de directive ACCIS, qui avait été abandonné à la fin des années 2000, et qui a pour objectif de limiter la capacité des multinationales à séparer leurs décisions d'investissement et leurs décisions d'allocation de la base taxable. La mise en œuvre de cette directive serait susceptible d'accroître les distorsions dans l'allocation du capital en présence d'écart importants entre les taux d'IS des États membres. L'équité inter-nation serait probablement améliorée même s'il n'existe pas aujourd'hui de consensus théorique et politique sur une formule de calcul. Enfin l'impact sur le niveau d'intensité de la concurrence fiscale est incertain. L'intervention européenne en matière de fiscalité des entreprises se heurte donc à un double problème, technique, pour trouver un dispositif théoriquement satisfaisant, et politique.

Mots clés : Union européenne, Impôt sur les sociétés, concurrence fiscale, prix de transfert, ACCIS.

Jusqu'à récemment, l'Europe n'avait jamais joué un rôle de premier plan en matière de fiscalité directe des entreprises. Plusieurs raisons l'expliquent : les traités lui accordent des pouvoirs très restreints dans ce domaine et le sujet, très technique et bien peu médiatique, n'avait pas jusqu'à aujourd'hui suscité de volonté politique d'agir. Après les trois directives de 1990 et celle de 1998 (permettant essentiellement d'éviter les situations de double imposition)[1], la production législative s'est ainsi arrêtée. Une autre directive aurait pu être votée dans les années 2000, l'ambitieux projet ACCIS, mais en dépit d'une préparation méticuleuse, entre 2001 à 2011, ce projet n'a finalement pas été soumis au vote face à l'opposition de certains États membres. Faute de directive, la Commission a rédigé en 1997 un code de conduite sur la concurrence fiscale dommageable entre États membres qui, bien que très complet, n'était pas un instrument juridiquement contraignant.

La situation a évolué radicalement à la suite de la crise des finances publiques de l'après 2008 et de la médiatisation du comportement d'optimisation fiscale de certaines grandes multinationales. La fiscalité directe des entreprises est devenu un sujet de préoccupation politique, à la fois pour les membres du G20, qui ont mandaté l'OCDE pour réfléchir à une réforme du régime fiscal international, le fameux projet BEPS, et pour les institutions européennes. Celles-ci, après de fracassantes déclarations publiques, ont décidé d'agir à la fois en travaillant à la rédaction de nouvelles directives et en menant une campagne de contrôle des rescrits fiscaux accordés par les États membres *via* l'outil des aides d'États.

En juillet 2018, après le vote de la directive ATAD (*Anti Tax Avoidance Directive*), trois nouvelles directives portant sur la fiscalité des entreprises sont en cours de préparation : deux concernent la fiscalité du numérique et la dernière est une nouvelle version de la précédente directive ACCIS. Sans préjuger de la forme définitive de ces directives et de leur chance d'être votée, on doit du moins constater la volonté de l'Europe de jouer un rôle plus actif en matière de fiscalité des entreprises.

Dans ce contexte de changement, l'ambition de cet article est de proposer une grille d'analyse économique permettant d'évaluer les options qui sont susceptibles d'être prises par les institutions euro-

1. Voir : http://www.europarl.europa.eu/factsheets/fr/sheet/80/fiscalite-directe-l-imposition-des-personnes-et-des-societes

péennes et les États membres en matière de coordination ou d'harmonisation fiscale. Le sujet étant déjà complexe, nous ne traiterons ici que de la fiscalité directe des entreprises sans élargir la problématique à la question plus large de la fiscalité du capital.

Pour une bonne compréhension des enjeux économiques de l'harmonisation ou de la coordination fiscale européenne, on présentera tout d'abord quelques faits stylisés sur la fiscalité des entreprises en Europe et sur les caractéristiques de la concurrence fiscale qui existe aujourd'hui (section 1). On proposera ensuite une grille d'analyse pour évaluer les décisions de politique publique dans ce domaine (section 2) avant de l'employer pour étudier l'opportunité de mettre en œuvre une directive de type ACCIS (section 3) et d'identifier quelques alternatives (section 4).

1. Quelques faits stylisés sur la fiscalité des entreprises en Europe

De nombreux articles théoriques et empiriques traitent de la fiscalité des entreprises en Europe[2]. Plutôt qu'une revue exhaustive de la recherche dans ce domaine, on présentera ici quatre faits stylisés qui permettront de comprendre les enjeux de l'action européenne dans ce domaine.

1.1. Le régime fiscal européen est favorable à la concurrence fiscale

L'environnement fiscal des multinationales en Europe est caractérisé par deux éléments favorisant la concurrence entre États :

- *L'application majoritaire du principe « source »*

En Europe, les États membres ont très majoritairement retenu l'utilisation du principe source. En substance, chaque État dans lequel une multinationale a une présence taxable (c'est-à-dire y possède soit une filiale soit un « établissement stable ») a le droit de taxer le profit attribuable à cette présence taxable, les profits des filiales étrangères des groupes dont le siège est situé dans le pays ne sont en revanche pas taxés. Ce principe est à opposer à celui de résidence (qui était appliqué notamment par les États-Unis avant la réforme de 2018) en vertu

2. Voir par exemple Mintz (2014), Musgrave (2000), Sorensen (2004).

duquel un État a le droit de taxer le bénéfice mondial des entreprises dont le siège est situé sur son territoire[3].

Supposons qu'une multinationale dont le siège est dans le pays A souhaite réaliser un investissement en capital K, si cet investissement est réalisé dans le pays A, il générerait un taux de rentabilité r_A, s'il est réalisé dans le pays B son taux de rentabilité est r_B. Supposons que le taux d'IS soit t_A dans le pays A et t_B dans le pays B. Si A suit un principe « source » l'investissement dans le pays A sera taxé au taux du pays A et l'investissement dans le pays B sera taxé au taux du pays B, ce qui donne des taux de rentabilité nets de $r_A * (1 - t_A)$ pour l'investissement réalisé dans le pays A et de $r_B * (1 - t_B)$ pour l'investissement réalisé dans le pays B. Si au contraire le pays A applique un principe de résidence, tous les investissements seront taxés au taux du pays A, aboutissant ainsi à des taux de rentabilité nets de : $r_A * (1 - t_A)$ pour le pays A et de $r_B * (1 - t_A)$pour l'investissement dans le pays B. Comme on le voit dans cet exemple schématique, dans un système de résidence, l'investissement sera réalisé dans le pays où le taux de rendement du capital est le plus élevé, sans considération d'éventuels différences du taux d'IS. Au contraire, dans un système « source », le choix de la localisation de l'investissement peut être influencé par une différence de taux d'IS[4]. Ainsi, dans un système source, il est possible pour le pays B d'attirer des investissements des entreprises du pays A en réduisant son taux d'IS, ce qui rend possible la concurrence fiscale internationale.

- *L'autonomie des États membres pour déterminer le taux de l'IS, le mode de calcul de l'assiette et différents mécanismes d'abattements et de crédit*

La fiscalité est par essence un pouvoir régalien – on peut pratiquement définir les frontières d'un État en identifiant la zone dans laquelle il peut lever de l'impôt. Il est donc naturel que les traités européens n'aient pas mis en cause l'autonomie aux États pour définir leur politique fiscale.

Dans l'état actuel des choses, les articles 110, 111 et 113 du TFUE (Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne) donnent à la

3. Il s'agit bien sûr d'une description très rapide qui ne tient pas compte des crédits d'impôts et des règles de rapatriement des profits. Pour une présentation récente des régimes source et résidence on peut consulter par exemple Dagan (2018).
4. Il s'agit du principe de *capital export neutrality*, voir Feldstein et Hartman (1979) ou Slemrod (1995) pour une discussion.

Commission un certain pouvoir pour agir en matière de fiscalité indirecte (TVA) et sur tous les dispositifs fiscaux susceptibles de conduire à des discriminations à l'import ou à l'export. En matière de fiscalité directe, l'article 115 du TFUE permet aux institutions européennes d'agir dans un cadre très restreint : la Commission a un droit d'initiative exclusif pour proposer des directives, et celles-ci doivent être votées à l'unanimité par le Conseil des ministres de l'UE pour être validées.

La très grande difficulté à obtenir l'unanimité des États membres en matière de fiscalité directe explique la faible influence européenne en matière de fiscalité directe et la très grande autonomie qui est laissée aux États membres pour déterminer le taux de l'IS, le mode de calcul de l'assiette et les différentes règles d'abattement et de crédit.

L'histoire des tentatives d'harmonisation fiscale européenne a déjà été décrite[5]. Au cours des années 1990, la Commission a commencé à s'intéresser au sujet de la concurrence fiscale entre États membres sous l'angle de l'efficacité économique et des potentielles distorsions créées dans le fonctionnement du marché commun. Le rapport Ruding (1992) n'a pas conclu à des dommages très importants au fonctionnement de l'économie et a recommandé une harmonisation des taux d'IS. Cette recommandation, extrêmement difficile à mettre en œuvre en raison de la contrainte d'unanimité, n'a pas été suivie d'effets directs au-delà de la publication d'un code de bonne conduite sur les pratiques fiscales dommageables adopté en 1997, qui n'emportait aucun effet contraignant pour les États membres.

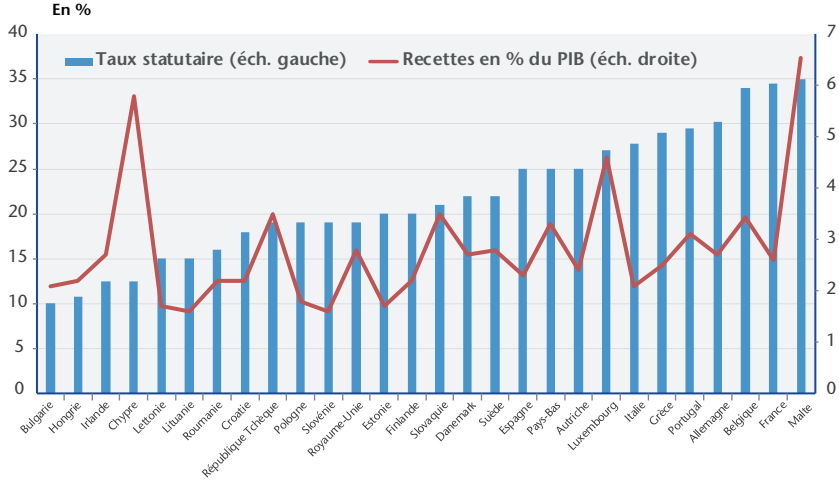
En conséquence, il existe aujourd'hui une très grande hétérogénéité en matière d'IS en Europe (graphique 1), à la fois concernant les taux statutaires et le mode de calcul de l'assiette (déductibilité des intérêts, des amortissements, existence de divers crédits d'impôts, etc.). Cette diversité associée au principe source conduit donc à des niveaux effectifs d'imposition très différents des revenus d'un investissement en fonction de la localisation de cet investissement.

1.2. Il existe deux types de concurrence fiscale : l'une vise à attirer les investissements et l'autre la base fiscale

Une autre caractéristique du régime fiscal européen – conforme aux normes de l'OCDE – doit être soulignée : la plupart des États membres font référence au principe de pleine concurrence, dans leur droit fiscal

5. Voir Benassy-Quéré *et al.* (2014).

Graphique 1. Taux statutaires supérieurs d'impôt sur les sociétés et recettes en pourcentage du PIB dans les pays de l'Union européenne, 2016



Source : Commission européenne.

national ou dans leur doctrine administrative, comme moyen de calculer la base taxable (assiette de l'IS) des filiales, ou établissements stables, localisés dans leur juridiction.

La problématique est la suivante : lorsqu'une multinationale a fragmenté son appareil de production entre plusieurs juridictions qui s'échangent des biens et services (par exemple une usine de produit intermédiaire dans le pays A, une usine qui fabrique le produit fini à partir de l'intermédiaire dans le pays B et une filiale de distribution dans le pays C), il doit exister un ensemble de règles de partage du bénéfice consolidé de cette multinationale entre les trois pays A, B et C pour permettre à chaque État membre de calculer l'IS qui lui est dû.

L'approche qui est aujourd'hui retenue en Europe, et plus généralement dans les pays de l'OCDE, est l'approche « des entités séparées » (*separate entity approach*), selon laquelle la base taxable de chaque filiale est établie en partant de sa comptabilité statutaire et en s'assurant que le prix de chaque transaction intragroupe (appelé prix de transfert) est fixé correctement, c'est-à-dire au niveau du « prix de marché ».

Cette approche a l'avantage d'être très largement acceptée au sein des pays de l'OCDE, ce qui permet d'éviter les doubles impositions. Si deux pays dans lesquels une multinationale est implantée ne s'accordent pas sur des règles de partage de la base taxable, il est en effet possible que chacun d'eux considère, par exemple, que 80 % du

profit consolidé doit être localisé dans sa juridiction, ce qui aboutirait à une taxation de 160 % du profit. Un accord international sur des principes de partage de profit permet au contraire aux autorités compétentes des deux États de s'entendre sur un mode de partage de la base taxable qui ne crée pas de double imposition, et qui permet de régler d'éventuels différents sur le partage. Le principal défaut du principe de pleine concurrence est son caractère flou qui donne aux multinationales modernes une assez grande latitude pour décider – de manière légale – de la répartition internationale de leur profit[6].

En pratique, il apparaît que l'usage du principe de pleine concurrence permet aux multinationales de dé-corréler dans une certaine mesure deux types de décisions :

— la localisation de leurs investissements en capital ;

— la localisation de la base taxable.

Il est ainsi possible, au moins théoriquement, de localiser ses investissements dans l'État membre le plus pertinent (*i.e.* celui où le taux de rendement du capital est le plus élevé), puis dans un second temps de répartir le profit tiré de l'exploitation de ces investissements de la manière la plus efficace fiscalement, c'est-à-dire en allouant la quantité maximale – en application du principe de pleine concurrence – de profit dans les pays où la multinationale est située et où le taux d'IS est le plus faible.

Plusieurs travaux confirment que les entreprises dissocient les décisions d'investissements et de localisation de la base taxable et donc que la base taxable est bien plus sensible au taux d'IS que les investissements physiques. Clausing (2016) montre qu'il y a peu de relations entre le stock de capital et les taux d'imposition des sociétés dans les pays de l'OCDE sur la période 1981-2011. En revanche, la corrélation entre la quantité de profit enregistrée dans un pays et le taux d'imposition est importante. Torslov *et al.* (2018) tirent la même conclusion : ils montrent que dans les pays à haut taux d'imposition, les entreprises internationales déclarent systématiquement moins de profits que les entreprises locales. Par contre, dans les pays à faible taux d'IS, les entreprises internationales déclarent bien plus de profits. Dans ces pays, le ratio des profits sur les salaires des entreprises locales se situe généralement autour de 30-40 % ; il est similaire à celui des profits des entreprises locales dans les pays à hauts taux d'imposition. Ce ratio

6. Voir entre autres Torslov *et al.* (2018) ; Durst (2012) ; Pellefigue (2014).

présente une magnitude plus élevée pour les entreprises internationales dans les pays à faible taux d'IS : par exemple, il est de 800 % en Irlande.

En utilisant des données détaillées d'exportations et d'importations des entreprises françaises, Vicard (2015) trouve qu'un différentiel de taux d'impôt sur les sociétés d'un pays partenaire d'un point réduit le prix des exports de 0,22 % et accroît le prix des imports de 0,24 %. Une augmentation d'un point du différentiel de taux avec tous les pays partenaires réduirait le profit consolidé des multinationales de 0,5 %. La manipulation de prix de transferts réduirait ainsi l'assiette d'imposition des sociétés françaises d'un montant de l'ordre de 8 milliards de dollars en 2008.

Plus généralement, la pratique consistant pour les multinationales à transférer leurs profits sans transférer les actifs est bien documentée. Selon Zucman (2014), 20 % des profits des multinationales américaines sont déclarées dans des paradis fiscaux (où elles ne disposent que de très peu d'actifs physiques), soit une multiplication par dix depuis les années 1980. Dans une méta-analyse, Heckemeyer et Overesch (2013) trouvent que les deux tiers des transferts artificiels des profits sont liés à la manipulation des prix de transferts.

Ainsi, dans une large mesure, le comportement de concurrence fiscale – qui consiste à améliorer son attractivité en réduisant le taux effectif d'imposition – conduit à attirer de la base taxable dans le pays, plus que des investissements en capital. Le résultat de l'opération peut d'ailleurs être efficace du point de vue des finances publiques : un pays à taux d'IS faible, comme Chypre, arrive à générer plus d'impôt sur les sociétés en pourcentage du PIB que les pays à hauts taux d'imposition (voir graphique 1 et Zucman (2018) pour une analyse détaillée).

Cette conclusion ne doit cependant pas être comprise dans un sens trop extrême : dans le cadre de l'application du principe de pleine concurrence, il est impossible de transférer des profits dans un pays sans y avoir installé au préalable de la substance économique. La concurrence fiscale, même si elle porte principalement sur la base fiscale, emporte donc également des effets de localisation des investissements. Des pays comme l'Irlande ou le Luxembourg sont ainsi la destination d'une quantité d'investissements directs à l'étranger beaucoup plus importante que ce que pourrait laisser imaginer leur PIB. Les investissement direct étranger (IDE) entrants correspondent ainsi à 8,9 % du PIB en Irlande et de 7,0 % aux Pays-Bas en 2017 contre 1,9 % pour la France et 0,8 % pour l'Allemagne.

En termes d'efficacité productive, notons que la concurrence fiscale pour attirer de la base taxable crée moins de distorsions dans l'allocation internationale du capital et pose donc moins de problème que la concurrence pour attirer des investissements[7].

Du point de vue de l'équité fiscale internationale, on observe la situation inverse : la concurrence pour la base conduit à allouer une quantité « artificielle » de profit dans certains pays au détriment d'autres, ce qu'on considère généralement comme inéquitable, alors que la concurrence pour les investissements maintient le lien géographique entre le capital et le profit taxable. Ce point sera développé plus loin.

1.3. La concurrence fiscale européenne a contribué à l'évolution des mix fiscaux nationaux, avec une réduction des taux d'IS et une augmentation des taux d'imposition de la consommation

La théorie[8] dans sa version la plus simple prévoit que la concurrence fiscale pour attirer un facteur mobile (le capital) conduise à une réduction de la fiscalité sur ce facteur, compensée par une augmentation de la fiscalité sur des bases moins mobiles (le travail ou la consommation).

Même si la concurrence fiscale semble porter davantage sur la base taxable que sur les investissements, cette conclusion semble bien vérifiée puisqu'on a pu observer en Europe une réduction générale du taux d'IS compensée par une augmentation de la TVA.

Le graphique 2 illustre la course vers le bas du taux d'imposition standard sur le bénéfice des sociétés : il montre que le taux moyen dans les 28 pays qui composent l'Union européenne en 2017 a baissé de 35 % en 1995 à 21,9 % en 2017.

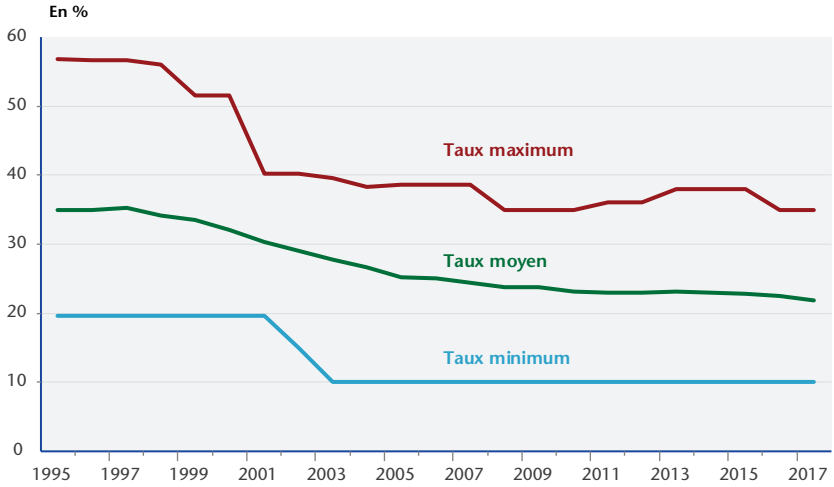
Différentes études démontrent la nature mimétique de la baisse des taux d'IS en Europe, en mettant en évidence l'existence d'une interaction positive entre les taux d'imposition d'un pays et celui de ses

---

7. Ce constat ne doit pas être compris comme signifiant que la concurrence pour la base fiscale est un phénomène sans importance. Bien au contraire, le transfert de base taxable des pays à taux d'IS élevés vers les pays à taux d'IS faibles dans les proportions calculées par Torlov *et al.* (2018) constitue un problème économique majeur pour beaucoup d'États. La pression induite sur les ressources publiques conduit en effet soit à une production sous-optimale de biens publics, soit à un accroissement de l'endettement dans un contexte de dettes publics déjà très élevées, sans parler des problématiques de consentement à l'impôt qui sont exacerbées par la médiatisation du comportement d'optimisation des multinationales. Nous nous contentons de souligner ici que le phénomène de concurrence pour la base fiscale crée moins de distorsions dans l'allocation internationale du capital que la concurrence pour le capital. Les effets sur les finances publiques de ce deuxième type de concurrence fiscale sont étudiés plus loin.

8. *Cf.* Tiebout (1956).

Graphique 2. Taux d'imposition minimum, moyen et maximum sur les sociétés statutaires



Source : European Commission.

voisins. Devereux *et al.* (2008) estiment les paramètres d'une fonction de réaction et trouvent qu'une baisse d'un point du taux moyen étranger provoque une baisse de 0,67 point du taux national. Selon Redoano (2014), les pays de l'Union européenne réagissent à la réduction d'un point du taux d'imposition des autres membres de l'UE en réduisant leur propre taux statutaire d'imposition de 0,71 point. Les pays répondraient davantage à la modification de taux d'un État membre que d'un État non-membre. Pour Overesh et Rincke (2011), la concurrence fiscale au sein de l'Union européenne explique la baisse des taux statutaires d'impôt sur les sociétés. Selon les auteurs, en l'absence d'interaction entre les taux d'imposition, le taux statutaire moyen en 2006 dans les pays d'Europe de l'Ouest aurait été de 40 % et non de 27,5 %.

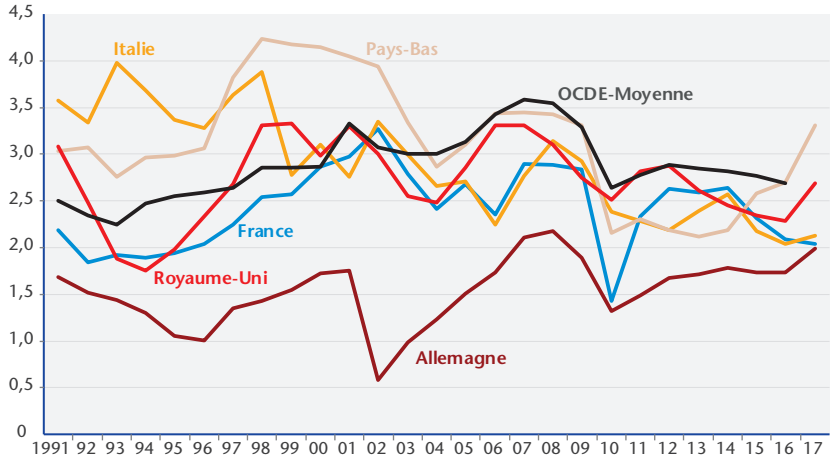
En parallèle de la baisse des taux d'IS, les taux d'imposition sur les bases peu mobiles sont en augmentation : le taux moyen standard de TVA dans l'Union européenne à 28 est ainsi passé de 19 ,6 % en 2003 à 21,5 % en 2018. C'est une tendance de long-terme puisque les taux de TVA n'étaient en moyenne que de 14,8 % en 1975 dans les 11 pays où l'impôt existait en 1975.

1.4. La baisse des taux d'IS n'a pas conduit à une baisse faciale des recettes en Europe mais a probablement contribué à une baisse des ressources publiques

Le graphique 3 représente l'évolution des recettes de l'impôt sur les sociétés en pourcentage du PIB. Alors que les taux statutaires de l'IS ont baissé, les recettes sont restées à peu près constantes sur longues périodes. On parle de paradoxe taux-recettes. Il existe plusieurs explications à ce paradoxe. Premièrement, les pays ayant réduit les taux peuvent avoir simultanément élargi les assiettes fiscales. Cette explication viendrait relativiser la baisse des taux statutaires. Deuxièmement, la baisse des taux peut avoir eu pour conséquence un accroissement du poids des sociétés soumises à l'IS dans l'économie (incorporation). En effet, avec la baisse des taux, il peut être plus avantageux d'être soumis à l'IS plutôt qu'à l'impôt personnel sur revenu (IR). Toutes choses égales par ailleurs, l'incorporation ferait baisser le poids de l'impôt sur le revenu. Si cette hypothèse est vérifiée, la stabilité des recettes d'IS masque une perte de base fiscale. Troisièmement, la profitabilité des entreprises peut avoir augmenter. Selon Piotrowska et Vanborren (2008), l'incorporation est le facteur principal expliquant le paradoxe taux-recettes. Ces résultats confirment ceux de De Mooijs et Nicodème (2008). Selon les auteurs, l'augmentation du poids des revenus en pourcentage du Pib des sociétés soumises à l'IS s'est accompagné par une forte réduction du poids des revenus des sociétés soumises à l'IR. Il y a donc bien une part importante de transferts de revenus de l'assiette d'imposition personnelle à celle d'imposition des sociétés. Par conséquent, on peut conclure que la concurrence fiscale a des effets sur les finances publiques malgré la stabilité des recettes d'IS dans le PIB.

Torslov *et al.* (2018) ont mesuré le coût des paradis fiscaux pour les États étrangers. Ils montrent qu'environ 40 % des profits des multinationales sont déclarés artificiellement dans des paradis fiscaux à fiscalité faible ou nulle, soit plus de 600 milliards de dollars par an. Les pertes sont les plus élevées pour l'Union européenne et les pays émergents. Pour l'Union européenne, l'évasion fiscale réduirait les revenus issus de l'imposition des sociétés de 20 %. Les bases taxables seraient réduites de 61 milliards au Royaume-Uni, de 55 milliards en Allemagne et de 32 milliards en France ; l'IS collecté baisserait respectivement de 18, 28 et 21 %. L'Irlande est la première destination des transferts de profits, avec plus de 106 milliards de profits transférés, ce qui représente 61 % des profits déclarés dans le pays. Les paradis fiscaux qui collectent le plus de revenus d'IS sont ceux ont les taux d'imposition les plus faibles (le

Graphique 3. Recettes d'impôt sur le bénéfice des sociétés en pourcentage du PIB



Source : OCDE.

taux d'imposition effectif en Irlande serait de 4 %). Selon les auteurs, le taux qui maximiserait les revenus serait de moins de 5 %. La course vers le bas n'est donc vraisemblablement pas terminée. La prédation des paradis fiscaux réduit très fortement les revenus collectés par l'IS globalement : pour 1 euro payé dans les paradis fiscaux, 5 euros sont économisés dans les pays à haut taux d'imposition.

1.5. L'action européenne en matière de fiscalité est bien plus motivée par l'équité que par l'efficacité économique

La fiscalité des multinationales, probablement en raison de son caractère obscur, a très longtemps été un sujet technique qui ne revêtait pas d'importance politique ou médiatique. Les choses ont très largement changé au début des années 2010. La crise des finances publiques s'est accompagnée d'une médiatisation du comportement d'optimisation fiscale de certaines multinationales, qui ont conduit les responsables politiques, notamment européens, à se saisir du problème.

Alors que les statuts européens devraient conduire la Commission à envisager le problème sous l'angle de l'efficacité du marché intérieur et des potentielles distorsions liées à l'incohérence des systèmes fiscaux[9],

9. L'article 115 TFUE vise à corriger des dispositifs nationaux qui ont une incidence directe sur l'établissement ou le fonctionnement du marché intérieur, il s'agit donc plutôt d'un objectif d'efficacité.

le discours européen porte plus volontiers sur l'équité inter-firmes et sur le caractère socialement inacceptable du faible taux d'IS payé par certaines multinationales.

Morceaux choisis :

« Il est temps de garantir équité et transparence dans la fiscalité des entreprises en Europe (…) il est temps que chacun paie sa juste part (…) Il arrive trop souvent que des pays n'aient pas connaissance de décisions prises par les autorités fiscales d'autres États membres de l'Union alors même que ces décisions peuvent avoir une incidence directe sur leurs propres recettes fiscales. Dans un marché unique européen qui a pour vocation d'assurer l'efficacité économique et l'équité sociale, ce type de concurrence fiscale déloyale est inacceptable »[10].

« We are in a situation today where some companies are engaging in aggressive tax planning, made possible by lack of fiscal harmonization in the EU and loopholes in national taxation systems (…) Especially in challenging economic times, with many EU citizens having had to tighten their belts, it is even more important that large companies pay their fair share of tax[11] ».

2. Enjeux économiques de l'intervention européenne dans le domaine de la fiscalité

Le régime fiscal européen actuel, très décentralisé, conduit donc à une situation qui donne aux multinationales une certaine latitude pour localiser leur base taxable. Cette situation a suscité une réaction des pays du G20, de l'OCDE, puis des instances européennes qui songent à intervenir de manière plus directe dans le domaine de la fiscalité des entreprises en Europe dans l'espoir d'améliorer l'équité du système global.

Avant d'étudier plus en détail les propositions de directives européennes, il peut être utile de proposer une grille d'analyse qui permet d'évaluer les qualités respectives d'un régime fiscal plutôt qu'un autre.

En première analyse, trois dimensions principales sont pertinentes pour construire une grille d'analyse d'une politique fiscale européenne, du point de vue des institutions européennes :

— l'efficacité internationale ;

10. Tribune de Pierre Moscovici dans *L'Opinion* du 18 mars 2015.
11. Tribune de Margrethe Vestager et Pierre Moscovici dans l'*Irish Times* du 17 janvier 2015.

— l'équité fiscale internationale ;
— l'intensité de la concurrence fiscale.

2.1. L'efficacité

L'efficacité économique d'une politique fiscale est évidemment très complexe à mesurer et recouvre diverses dimensions.

Du point de vue des institutions européennes, on peut considérer que le critère le plus pertinent est celui de « *Capital Export Neutrality* » (CEN). Selon celui-ci, une réglementation fiscale est efficace si elle permet d'éviter que l'allocation internationale du capital ne soit influencée par les différentes conditions fiscales nationales, c'est-à-dire si les investissements en capital sont réalisés en priorité là où le taux de rendement brut (avant impôt) du capital est le plus élevé[12]. Cet objectif semble, en première analyse, le plus proche du texte de l'article 115 du TFUE.

Le critère de coût de conformité[13] est également un élément d'évaluation important. Faute d'avoir trouvé des analyses comparatives convaincantes, il sera cependant négligé dans cet article.

Enfin, la question de l'efficacité est souvent évoquée dans les débats publics sous l'angle de la concurrence entre entreprises. Si un régime fiscal permet à certaines entreprises multinationales de mettre en œuvre des schémas d'optimisation qui réduisent leur taux effectif d'impôt, et si cet avantage fiscal leur confère un avantage concurrentiel sur leurs concurrents moins agressifs fiscalement, il peut en résulter des distorsions sur les marchés de biens et services qui réduisent *in fine* l'efficacité productive globale. L'avantage concurrentiel procuré par un taux effectif d'impôt plus bas est cependant peu clair puisque le taux d'IS n'a théoriquement pas d'influence sur le comportement de fixation de prix ou d'investissement de l'entreprise[14]. On ne peut bien sûr pas négliger des avantages indirects qui peuvent s'avérer importants dans certaines

12. Voir Feldstein et Hartman (1979) ou Slemrod (1995) pour une discussion. Le critère *de Capital import Neutrality* est également souvent mentionné dans les analyses économiques de dispositifs fiscaux internationaux. Ce critère postule que le revenu du capital tiré d'un investissement doit être le même quelle que soit la nationalité de l'investisseur. L'importance normative de ce critère par comparaison avec celui de *Capital export neutrality* a donné lieu à de longs débats, dont on peut trouver une synthèse chez Weisbach (2014).
13. C'est-à-dire le coût social total de mise en œuvre de la norme, soit le coût de respecter les obligations légales déclaratives pour les entreprises et le coût de contrôle et de contentieux pour les administrations fiscales.
14. Voir Stiglitz, J. E., 1973, « Taxation, corporate financial policy, and the cost of capital », *Journal of Public Economics* 2, 1-34.

situations (par exemple une meilleure capacité d'autofinancement dans un environnement où les marchés financiers ne sont pas parfaits) mais l'ampleur de ce type de phénomène est difficile à mesurer et n'a pas à notre connaissance donné lieu à des travaux de recherche. Nous négligerons donc également cet aspect du problème dans l'article.

2.2. Équité inter-Nations

Comme on l'a vu, « l'équité » dans la répartition de la base taxable entre les États membres, mise à mal par le comportement d'optimisation des entreprises, est la principale raison qui incite la Commission à agir. La notion d'équité en cause ici concerne la forme de répartition mondiale du profit consolidé de l'ensemble des entreprises multinationales, qui favoriserait trop certains pays (L'Irlande, Chypre) au détriment d'autres pays (France, Allemagne, etc.)

Le problème principal posé par cette notion est qu'il n'en existe malheureusement pas de définition précise et universellement acceptée. Dans un article de 1972 dans lequel la notion d'équité inter-nations est évoquée pour la première fois, Richard Musgrave et Peggy Musgrave (1972) mentionnent simplement que des considérations de justice distributive devraient être prises en compte pour le partage international de la base taxable : « Ultimately, the only satisfactory solution (...) would be the taxation of such income on an international basis with subsequent allocation of proceeds on an apportionment basis among the participating countries, making allowance for distributional considerations ».

Comme le note Edgar (2003), cette définition d'équité inter-nations est malheureusement trop vague pour donner lieu à une réglementation. Peggy Musgrave, revient sur cette question dans un article plus récent, dans lequel elle conclut finalement à l'impossibilité de donner un sens pratique à la notion d'équité inter-nations : « there does not seem to be any objective, single answer to the question of how company profit should be divided in a multijurisdictional setting » [15].

Ce constat négatif est également à la source des difficultés du projet BEPS qui, bien qu'il vise à restaurer l'équité internationale, est incapable d'en donner une définition claire[16].

---

15. Musgrave (2006). Voir Pellefigue (2012) pour une analyse détaillée.
16. Tout au plus, il est fait référence que les nouvelles règles post BEPS sont conçues afin « de s'assurer que les résultats [des filiales locales] soient en phase avec la réalité des activités économiques », ce qui est toujours très vague. (http://www.oecd.org/fr/ctp/note-de-synthese-beps-2015.pdf)

L'absence d'une norme acceptée par tous en matière de répartition de la base taxable des multinationales est évidemment très problématique, puisque cela rend impossible la comparaison de deux réglementations fiscales sous l'angle de l'équité. Cette dimension doit cependant impérativement être prise en compte dans l'analyse, puisqu'elle est au cœur de la controverse fiscale actuelle. On retiendra donc dans notre grille d'analyse un critère « équité », lié à l'acceptabilité de la forme de la répartition internationale de la base taxable à laquelle un régime fiscal donne lieu.

2.3. Niveau d'intensité de la concurrence fiscale

Enfin, la réglementation fiscale au sens large est susceptible d'avoir un effet sur l'intensité de la concurrence fiscale que se livrent les États membres, et par suite sur les taux d'équilibre des différents impôts, le niveau de production de biens publics et l'équilibre des finances publiques de chacun d'eux.

Une manière d'apprécier le niveau de l'intensité de la concurrence fiscale est d'observer le niveau d'équilibre des taux d'IS en Europe. Un taux d'IS trop bas par rapport à l'optimum peut conduire à une production de bien public sous-optimale ou à un *mix* fiscal trop peu progressif par rapport aux préférences sociales locales (*i.e.* une compensation de la baisse des revenus liés à l'IS par une hausse de l'imposition de la consommation ou du travail). À l'inverse, une intensité de concurrence fiscale trop faible pourrait conduire à des taux d'IS trop élevés, permettant à l'État Léviathan de Buchanan et Tullock (1962) de prospérer.

Si l'on utilise cette grille d'analyse pour évaluer le régime européen actuel en matière de fiscalité des entreprises, on obtient donc les conclusions suivantes :

Régime fiscal actuel

Critère	Évaluation
Efficacité	Relativement efficace : la dissociation partielle des décisions d'investissement et de localisation de la base taxable conduisent probablement à une faible distorsion de la localisation des investissements
Équité inter-Nations	Heurte une notion intuitive d'équité – l'optimisation fiscale des multinationales conduit à une répartition de la base taxable qui n'est pas tout à fait en ligne avec la répartition géographique des actifs
Intensité de la concurrence fiscale	Probablement un peu trop intense, même si les effets précis sur les finances publiques sont difficiles à mesurer en raison du paradoxe taux/revenu

3. Quels sont les projets de la Commission européenne et comment les analyser ?

Au-delà des déclarations publiques déjà citées, la Commission européenne a commencé à agir dans le domaine de la fiscalité des entreprises. Deux voies ont été choisies : les directives et le contrôle des aides d'État. Si on laisse de côté la question du contrôle des aides d'État[17] dont le traitement dépasse le cadre de cet article, quatre directives peuvent être étudiées :

— La directive ATAD a été votée en 2016. Il s'agit essentiellement d'une transcription de certaines recommandations (les plus consensuelles) issues du projet BEPS mis en œuvre par l'OCDE. L'objectif de la directive est notamment de restreindre la possibilité des multinationales de tirer parti des incohérences qui existent dans les différentes législations fiscales nationales[18] en Europe. Cette directive n'était susceptible d'affecter négativement aucun État membre, elle a donc obtenu l'unanimité du conseil ;

— Deux projets de directives concernant spécifiquement la fiscalité du numérique sont à l'étude. Le sujet étant très spécifique, il ne sera pas détaillé ici[19] ;

— Enfin, la Commission a annoncé son intention d'évaluer à nouveau la directive ACCIS (Assiette Commune Consolidée de l'IS) mise au point durant les années 2000. C'est ce projet que nous allons étudier plus en détail ici.

Le projet de directive ACCIS original comportait deux volets : (i) la standardisation du calcul de l'assiette de l'IS dans tous les pays européens (projet ACIS) et (ii) l'établissement d'une nouvelle méthode de partage de la base taxable des multinationales entre les États membres où elles ont une présence taxable.

Le deuxième point est naturellement le plus important puisqu'il propose un changement radical de régime fiscal, passant de l'approche « entités séparées » avec application du principe de pleine concurrence à l'approche « unitaire »[20]. Dans cette nouvelle approche, une multinationale est considérée comme un tout organique et son profit

17. Voir de Fenoyl et Pellefigue (2016).
18. Voir De la Feria (2017) pour un compte rendu.
19. Voir Kemmeren (2018).
20. Voir Picciotto (2012).

consolidé est partagé entre les États ayant un droit à taxer en utilisant une formule forfaitaire. La formule la plus utilisée est « la formule du Massachussetts », qui utilise une moyenne pondérée des actifs physiques, de la masse salariale et du chiffre d'affaires réalisé avec des tiers. Un État dans lequel une multinationale aurait 50 % de ses effectifs totaux, 50 % de ses actifs physiques et réaliserait 50 % de son CA se verrait par exemple attribuer 50 % du bénéfice consolidé.

Cette formule, qui présente naturellement une forme d'arbitraire, a l'objectif d'allouer d'autant plus de profit, et donc de matière taxable, aux États dans lesquels la « substance » économique est la plus importante, les actifs physiques, les salariés et les relations commerciales représentant une approximation de cette substance économique. Ce type d'approche qui est utilisé dans certains États fédéraux (notamment par les États-Unis et le Canada) est conçu comme une alternative au principe de pleine concurrence afin de réduire les possibilités de comportement stratégiques des multinationales et aboutir à une forme d'équité fiscale internationale.

Un projet d'ACCIS a été instruit au cours des années 2000, mais il n'a finalement même pas été soumis au vote du Conseil puisque plusieurs États membres avaient affiché leur opposition au texte. Le contexte politique ayant changé, la Commission souhaite remettre ce projet sur l'établi. Il est aujourd'hui incertain que le nouvel ACCIS ait le même périmètre que l'ancien ou qu'il se contentera en premier lieu du calcul standardisé de l'assiette de l'IS en laissant de côté l'aspect beaucoup plus conflictuel de la répartition forfaitaire de la base taxable entre États membres.

Le projet de standardisation du mode de calcul de la base taxable (ACIS) aurait certainement un effet marginal sur le fonctionnement de l'économie européenne, nous étudierons ici plus en détail le projet plus ambitieux de partage forfaitaire de la base taxable en utilisant la grille d'analyse évoquée plus haut.

- *Efficacité internationale*

L'objectif d'ACCIS est de limiter la capacité des multinationales à séparer leurs décisions d'investissement et leurs décisions d'allocation de la base taxable. Les multinationales n'auront en effet plus la marge de manœuvre permise par le principe de pleine concurrence pour fixer les prix des échanges intra-groupe et allouer le profit entre leurs filiales.

Cette mesure est donc susceptible d'accroître les phénomènes de distorsions fiscales dans l'allocation du capital, comme on peut le constater sur un exemple simple : considérons un projet d'investissement en capital de 100, s'il est réalisé en France, il permet de réaliser un taux de rendement brut du capital de 10 % alors que le même investissement en Irlande ne génère qu'un taux de rendement de 8 %. Supposons en outre que le taux d'IS soit de 30 % et France et de 10 % en Irlande. Supposons enfin que le régime fiscal actuel permette à l'entreprise de réallouer comme elle le souhaite le profit entre la France et l'Irlande alors que dans un régime de type ACCIS, le profit est 100 % localisé là où l'investissement est réalisé.

Dans le régime actuel, la décision rationnelle consiste à localiser l'investissement en France et à transférer l'intégralité de la base taxable en Irlande. Le capital est donc alloué à l'endroit optimal, la France reçoit le bénéfice lié à un accroissement de son stock de capital mais ne perçoit aucun IS. L'Irlande n'a pas d'augmentation de son stock de capital mais perçoit un IS de 1 (100 * 10 % * 10 %).

Dans un régime de type ACCIS, l'entreprise va allouer son capital en Irlande, où le taux de rendement net est le plus élevé (7,2 % plutôt que 7 %). Le capital sera donc alloué de manière sous-optimale, et la France sera doublement perdante puisqu'elle n'aura ni capital ni IS. L'Irlande verra au contraire son stock de capital augmenter tout en percevant un impôt de 0,8 (100 * 8 % * 10 %). Les deux scénarios sont représentés dans les tableaux 1 et 2.

Cet exemple permet d'illustrer un des principaux effets potentiels d'un changement de régime fiscal : l'accroissement des distorsions dans l'allocation internationale du capital. Bien entendu, si la rentabilité de l'investissement en Irlande avait été de 5 %, l'entreprise aurait choisi d'investir en France, et la France aurait alors obtenu à la fois le capital et les revenus fiscaux.

La fiscalité n'étant que l'un des facteurs de localisation des IDE, il est difficile d'estimer précisément l'ampleur de ces distorsions, on peut du moins souligner qu'elles devraient s'accroître par rapport à la situation actuelle.

Tableau 1. Régime actuel (principe de pleine concurrence)

	France	Irlande	Total multinationale
Capital investi	100	0	100
Taux de rendement brut	10 %	8 %	
IS	30 %	10 %	
Taux de rendement net	7 %	7,2 %	
Profit brut	0	10	10
IS payé	0	1	1
Profit net	0	9	9

Source : auteurs.

Tableau 2. ACCIS

	France	Irlande	Total multinationale
Capital investi	0	100	100
Taux de rendement brut	10 %	8 %	
IS	30 %	10 %	
Taux de rendement net	7 %	7,2 %	
Profit brut	0	8	8
IS payé	0	0,8	0,8
Profit net multinationale	0	7,2	7,2

Source : auteurs.

- *Équité inter-Nations*

La problématique de l'équité inter-Nations est plus complexe à résoudre faute d'une norme claire. L'exemple précédent, dans lequel la multinationale localise 100 % de son profit dans un pays dans lequel elle a peu d'activité heurte une notion intuitive de justice. Pour autant, peut-on considérer qu'une allocation fondée sur l'utilisation d'une clef forfaitaire utilisant les actifs, les salaires et le chiffre d'affaires aboutit nécessairement à une répartition « juste » de la base taxable ?

Ce type d'allocation est en effet susceptible de poser plusieurs types de problèmes : elle prend par exemple en compte la valeur comptable des actifs, parfois très différente de leur valeur économique – en particulier pour les actifs incorporels (brevets, marques) qui comptent pourtant pour une part très importante de la valeur des entreprises. Ainsi, un laboratoire de recherche se verra affecter une part du profit qui dépendra de la valeur des équipements utilisés plutôt que de la valeur de la technologie qui y est développée. Le facteur travail pose d'autres problèmes : les différents niveaux des salaires en Europe vont conduire à favoriser les pays à coûts salariaux élevés, sauf à prendre en

compte le nombre de salariés plutôt que les coûts salariaux – ce qui pose d'autres problèmes.

L'application d'une formule de type Massachussetts pose d'autres problèmes en matière d'équité inter-Nations[21], mais au-delà de ces considérations théoriques son application conduirait à une réallocation des bases taxables à l'intérieur de l'Europe, probablement en faveur des plus grands pays (France, Allemagne) et au détriment des plus petits pays (relativement moins dotés en facteurs de production) et des pays au taux d'IS faible. L'acceptabilité politique d'une telle mesure est donc largement sujette à caution.

Enfin, l'hypothèse selon laquelle l'utilisation d'une formule de type Massachussetts prive les multinationales de possibilités d'optimisation fiscale, et améliore ainsi l'équité fiscale, semble très optimiste. Il est plus probable que d'autres stratégies d'optimisation verront le jour – par exemple acquérir des immeubles dans les pays à faible taux d'IS, et réaliser des opérations financières de type *leasing* pour alléger son bilan dans les pays à fort taux d'IS. À cet égard, il est difficile d'imaginer une formule d'allocation qui soit à la fois équitable et parfaitement robuste au comportement stratégique. Par exemple, une répartition du profit fondée purement sur le chiffre d'affaires réalisé dans chaque État est moins susceptible d'être manipulée par les entreprises, en revanche elle attribuerait du profit essentiellement aux États consommateurs plutôt qu'aux États de production, ce qui heurte également une notion intuitive d'équité.

- *Intensité de la concurrence fiscale*

Les effets d'un changement de régime (principe de pleine concurrence *vs.* ACCIS) sur l'intensité de la concurrence fiscale à l'intérieur de l'Europe sont complexes à anticiper[22] :

D'une part, une baisse unilatérale de son taux d'IS est susceptible d'apporter davantage à un État membre qu'auparavant puisque cela permet d'attirer à la fois de la base taxable et des investissements, là où il s'agissait auparavant essentiellement d'attirer de la base taxable. Le gain est donc plus important mais il est également plus difficile à obtenir puisque les investissements sont bien moins élastiques à une baisse des

21. *Cf.* Pellefigue et Benzoni (2013).
22. *Cf.* Keen et Konrad (2013) et Nielsen *et al.* (2010) pour une analyse théorique.

taux que la base taxable. Il y aura donc une incitation à réaliser des baisses très fortes, dans l'espoir d'attirer du capital et de l'impôt.

D'autre part, à court / moyen terme, la base taxable attribuable à un État donné est très peu élastique, puisqu'elle est fondée sur l'existence de facteurs raisonnablement difficiles à déplacer (installation physiques, base de clients, salariés). Cela pourrait au contraire conduire les Etats disposant d'une base importante de facteurs immobiles, et sous-estimant la possibilité de déplacement de ces facteurs pour des raisons fiscales, à adopter un nouvel équilibre où les taux d'IS sont plus élevés, en misant sur une augmentation à court terme des revenus fiscaux.

Il n'existe malheureusement pas à notre connaissance de recherches qui évaluent systématiquement l'effet d'un passage à l'ACCIS sur l'équilibre du jeu de fixation des taux d'IS en Europe. A ce stade il est donc impossible de trancher sur l'effet de la mesure sur l'intensité de la concurrence fiscale.

En synthèse, une politique de type ACCIS peut donc être représentée ainsi :

Critère	Évaluation
Efficacité internationale	Plus de distorsions qu'avec une politique de type principe de pleine concurrence
Equité inter-Nations	Probablement meilleure – devrait conduire à limiter (sans supprimer) les possibilités de comportement stratégique des entreprises. Le consensus sur une formule de calcul, qui fera nécessairement des gagnants et des perdants, semble cependant difficile à obtenir.
Niveau d'intensité de la concurrence fiscale	Incertain – peut réduire ou accroître le niveau d'intensité fiscale et les taux d'IS d'équilibre.

L'application d'un régime ACCIS a donc essentiellement pour objet d'améliorer l'équité inter-nations en Europe, au prix de potentiels effets négatifs en matière d'allocation internationale du capital et en matière d'accroissement de l'intensité de la concurrence fiscale. Sans contester l'importance de l'équité fiscale, le point faible de la mesure est précisément le manque de définition d'une notion d'équité inter-Nations qui soit susceptible d'aboutir à un consensus général en Europe, et qui puisse donc fonder une formule de partage de la base susceptible d'être acceptée à l'unanimité. En l'absence d'une telle définition, l'ACCIS reste bancale.

4. *Quelles sont les alternatives ?*

Dans l'hypothèse où l'on conserve l'impôt sur les sociétés dans sa forme actuelle, il n'existe probablement pas de très nombreuses solutions pour atteindre l'objectif d'équité inter-Nations : soit l'Europe met en œuvre des règles de partage de l'assiette robustes au comportement stratégique des entreprises, et qui donnent à chaque État sa « juste part », soit elle rend l'optimisation inutile en procédant à une harmonisation des taux et des assiettes. Si tous les pays s'alignaient sur un taux à 30 % il n'y aurait en effet aucune possibilité pour les multinationales à optimiser. C'est cette voie qui avait été préconisée par le rapport Ruding (1992). Elle n'avait pas été poursuivie pour d'évidentes raisons : les États membres qui sont dans la périphérie de l'économie mondiale (au sens de Krugman (1991)) ne disposent parfois que de l'outil fiscal pour attirer des investissements étrangers et ne seraient certainement pas prêts à se passer de cet instrument.

L'intervention européenne en matière de fiscalité des entreprises se heurte donc à un double problème :

1) Un problème technique pour trouver un dispositif théoriquement satisfaisant ;
2) Un problème politique, puisqu'un changement de régime fiscal risque de créer des gagnants et des perdants, ce qui limite sa probabilité d'obtenir l'unanimité des suffrages.

Au-delà de ces deux problèmes, l'Europe ne peut pas se contenter de raisonner aux bornes de ses frontières. Les grandes multinationales sont généralement situées dans d'autres zones géographiques, un changement de régime défavorable à l'intérieur de l'Europe est susceptible de les inciter à transférer de la base taxable hors de l'Europe par le mécanisme des prix de transfert, conduisant donc à une réduction des revenus fiscaux européens globaux.

La globalisation des grandes entreprises multinationales rend délicate toute solution qui ne soit pas mondiale. Pour autant, les difficultés d'aboutir à un consensus mondial en matière fiscale sont quasiment insurmontables, illustrées récemment par les difficultés du projet BEPS d'aboutir à des solutions concrètes.

La tâche est donc considérable, au point où certains auteurs considèrent que la solution viendra plutôt d'une réforme radicale de l'IS, qui pourrait être remplacé par un autre type d'impôt. C'est par exemple le cas de Michael Devereux (2017) qui propose de transformer l'IS en

destination based cash flow tax, plus proche de la TVA que de l'IS. Cette piste mérite bien sûr d'être creusée, même si elle est susceptible de poser des problèmes de progressivité dans un environnement où les inégalités se creusent un peu partout dans le monde.

Peggy Musgrave (2006) décrit les principaux enjeux de la fiscalité internationale de la manière suivante : « How should tax bases be divided? Which jurisdictions should be entitled to tax what part of the base and at what rate? How is inter-nation equity to be determined…? Should these issues be resolved through the policy choices of single jurisdictions, should they be settled by tax competition, or will coordinating measure secured through cooperative agreements be needed to attain equitable and efficient results? How compatible will such rules be with the freedom of jurisdictions to choose their own tax systems, or will uniformity be required ». Après une longue période de stabilité pendant laquelle la communauté internationale avait apporté des réponses à ces questions (le principe de pleine concurrence, les conventions fiscales bilatérales, etc.), un nouveau consensus doit être trouvé, en Europe et dans le monde, sous peine d'aboutir à une balkanisation fiscale aux conséquences potentiellement désastreuses. C'est peu dire que l'enjeu est de taille.

Références

Benassy-Quéré A., A. Trannoy et G. Wolff, 2014, « Renforcer l'harmonisation fiscale en Europe », *Les notes du Conseil d'analyse économique*, n° 14.

Buchanan J. et Tullock G., 1962, *The Calculus of Consent*, Ann Arbor, University of Michigan Press.

Clausing K. A., 2016, « The Nature and Practice of Tax Competition », in Dietsch P. et Rixen, T. (eds.), *Global Tax Governance: What is wrong with it and how to fix it*, Colchester, ECPR Press.

Dagan T., 2018, *International Tax Policy*, Cambridge, Cambridge University Press.

De Fenoy E. et J. Pellefigue, 2016, « Ruling fiscaux et aides d'État, la fin justifie-t-elle les moyens ? », *Bulletin fiscal*, n° 5.

De la Feria R., 2017, « Harmonizing Anti-Tax Avoidance Rules », *EC Tax Review*, vol. 26, n° 3.

De Mooij R. et G. Nicodème, 2008, « Corporate Tax Policy and Incorporation in the EU », *International Tax and Public Finance*, vol. 15, n° 4.

Devereux M., B. Lockwood et M. Redoano, 2008, « Do Countries Compete Over Corporate Tax Rates? », *Journal of Public Economics*, n° 92, pp. 1210-1235.

Devereux M., 2017, *Destination-Based Cash Flow Taxation*, European Tax Policy Forum.

Durst M., 2012, « OECD Guidelines: Causes and Consequences », in Schön et Konrad (eds), *Fundamental of International Transfer Pricing in Law and Economics*, Munich, Springer.

Edgar T., 2003, « Corporate Income Tax Coordination as a Response to International Tax Competition and International Tax Arbitrage », *Canadian Tax Journal*, vol. 51, 1079.

Egger P., W. Eggert et H. Winner, 2010, « Saving Taxes Through Foreign Plant Ownership », *Journal of International Economics*, n° 81.

Feldstein M. et D. Hartman, 1979, « The Optimal Taxation of Foreign Source Investment Income », *Quarterly journal of Economics*, vol. 93, pp. 613-629.

Heckemeyer J. et M. Oversesch, 2013, « Multinationals' Profit Response to Tax Differentials: Effect Size and Shifting Channels », *ZEW Discussion Paper*, n° 13-045.

Keen M. et K. Konrad, 2013, « The Theory of International Tax Competition and Coordination » in Auerbach Chetty, Feldstein et Saez (eds), *Handbook of Public Economics*, vol. 5.

Kemmeren E., 2018, « Should the Taxation of the Digital Economy Really Be Different? », *EC Tax Review*, n° 2.

Krugman P., 1991, « Increasing returns and economic geography », *Journal of Political Economy,* vol. 99, pp. 483-99.

Mintz J., 2004, « Corporate Tax Harmonization in Europe: It's All About Compliance », *International Tax and Public Finance*, vol. 11, pp. 221-234.

Musgrave R. et P. Musgrave, 1972, « Inter-Nation Equity », in Bird et Head (eds), *Modern Fiscal Issues: Essays in Honor of Carl S. Shoup*, Toronto, University of Toronto Press.

Musgrave P., 2000, « Interjurisdictional Equity in Company Taxation: Principles and Applications to the European Union », in Cnossen (ed.), *Taxing Capital Income in the European Union, Issues and Options for Reform,* Oxford, Oxford University Press.

Musgrave P., 2006, « Combining Fiscal Sovereignty and Coordination: National Taxation in a Globalizing World », in Kaul et Conceição (eds), *The New Public Finance: Responding to Global Challenges,* Oxford, Oxford University Press.

Nielsen S. B., P. Raimondos-Moller et G. Schjelderup, 2010, « Company taxation and tax spillovers: Separate accounting versus formula apportionment », *European Economic Review*, vol. 54, n° 1.

Overesh M. et J. Rincke, 2011, « What Drives Corporate Tax Rates Down? A Reassessment of Globalization, Tax Competition, and Dynamic Adjustment to Shocks », *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 113, n° 3.

Pellefigue J., 2012, *Théorie économique de la réglementation des prix de transfert*, Thèse de doctorat, Paris 2.

Pellefigue J., 2014, « Prix de transfert: un changement radical s'impose », *Bulletin Fiscal Francis Lefebvre*, vol. 12.

Pellefigue J. et L. Benzoni, 2013, « Replacer l'équité au cœur de la réglementation des prix de transfert: une perspective économique », *Revue de droit fiscal*, vol. 7.

Picciotto C., 2012, *Towards Unitary Taxation of Transnational Corporations*, Tax Justice Network.

Piotrowska J. et W. Vanborren, 2008, « The Corporate Income Tax Rate Revenue paradox: Evidence in the EU », *European Commission Taxation Papers*, n° 12.

Redoano M., 2014, « Tax competition among European countries. Does the EU matter? », *European Journal of Political Economy*, n° 34.

Ruding O., 1992, « Report of the Committee of Independent Experts on company taxation », *EU Commission – Working Document*.

Slemrod J, 1995, « Free Trade Taxation and Protectionist Taxation », *International Tax and Public Finance*, vol. 2, pp. 471-490.

Torslov T., L. Wier et G. Zucman, 2018, « The Missing Profits of Nations », *NBER Working Paper*, n° 24701.

Sorensen P, 2004, « Company Tax Reform in the European Union », *International Tax and Public Finance*, vol. 11, pp. 91-115.

Tiebout C., 1956, « A Pure Theory of Local Expenditures », *Journal of Political Economy*, vol. 64, pp. 416-424.

Vicard V., 2015, « Profit Shifting through Transfer Pricing: Evidence from French Firm Level Trade Data », *Document de Travail Banque de France*, n° 555.

Weisbach D., 2014, « The Use of Neutralities in International Tax Policy », *Coase-Sandor Institute for Law & Economics Working Paper*, n° 697.

Zucman G., 2014, « Taxing across Borders: Tracking Personal Wealth and Corporate Profit », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 28, n° 4.

L'IMPÔT SUR LES SOCIÉTÉS PEUT-IL SURVIVRE À LA MONDIALISATION ET À L'INTÉGRATION EUROPÉENNE ?[1]

Henri Sterdyniak
OFCE

En raison de la concurrence fiscale, aiguisée par la liberté de circulation des marchandises et des capitaux, les taux de l'impôt sur les sociétés (IS) tendent à diminuer dans les pays développés. Les firmes multinationales pratiquent l'optimisation fiscale en jouant des incohérences entre législations et en localisant leurs profits dans des paradis fiscaux par les prix de transferts et les redevances, ce qui leur donne un avantage concurrentiel par rapport aux entreprises nationales. L'IS a deux justifications : imposer les actionnaires et taxer les sociétés en tant que telles. Cet impôt reste indispensable pour assurer la cohérence du système fiscal, pour taxer les profits non distribués et les actionnaires étrangers, pour permettre à l'État d'orienter la production, pour taxer les grandes entreprises comme agents autonomes. Au niveau international, le principe de la taxation à la source (chaque pays taxe les profits réalisés sur son territoire) doit l'emporter sur celui de la taxation à la résidence, facilement manipulable. Cependant, la mondialisation rend difficile de localiser où le profit est créé (au lieu de production, de commercialisation, de détention des brevets, de résidence des actionnaires ?), et donc où il devrait être imposé. L'harmonisation fiscale suppose un accord entre les pays, difficile à atteindre car les plus petits bénéficient des transferts de profits. Il faut choisir entre l'uniformisation des taux (pour assurer la neutralité fiscale, pour éviter le transfert des profits) et la différenciation pour permettre aux pays désavantagés d'attirer les entreprises. L'article présente le projet BEPS de l'OCDE pour lutter contre l'optimisation fiscale et les projets ambitieux de la Commission européenne d'assiette commune de l'IS (ACIS) et de répartition du profit des entreprises multinationales entre les pays selon une clé non manipulable (ACCIS). Une harmonisation progressive semble plus réaliste. Elle devrait supprimer les possibilités de non-imposition, affirmer le principe de taxation à la source (en imposant la création d'établissement stable, en particulier pour les entreprises numériques), interdire la localisation des profits dans les paradis fiscaux et fixer des taux plancher d'imposition.

Mots clés : impôt sur les sociétés, optimisation fiscale, harmonisation fiscale. services financiers.

1. Cet article a bénéficié de discussions au sein du Conseil des prélèvements obligatoires et de la collaboration de Manon François, lors d'un stage à l'OFCE.

L'impôt sur les sociétés (IS) prélevait jadis de 33 % à 50 % du profit net des entreprises. C'était la clef de voûte de la fiscalité. C'était le pendant normal de l'impôt sur le revenu des personnes physiques. Sa justification reposait sur deux arguments, la nécessité d'imposer les actionnaires, celle d'imposer les sociétés en tant que telles. La mondialisation commerciale et financière a affaibli la capacité et la volonté des pays à taxer les grandes entreprises. Celle-ci peuvent échapper à la taxation dans leurs pays d'activité, en localisant leur profit dans des pays à bas taux. Les pays sont tentés de pratiquer de la concurrence fiscale en baissant les taux de l'IS ou en laissant les grandes entreprises pratiquer l'optimisation fiscale. La question est particulièrement importante dans la zone euro où la monnaie unique, la liberté de circulation des capitaux et la liberté d'établissement ne se sont pas accompagnées d'une harmonisation fiscale en matière d'IS, où les entreprises multinationales, en particulier dans le secteur du numérique, échappent en grande partie à l'impôt, où certains pays sont des paradis fiscaux.

Dans une situation où les États sont pauvres et les grandes entreprises riches, la lutte contre les transferts de profit en Europe doit donner des marges de manœuvre aux États. L'harmonisation fiscale doit réduire la concurrence fiscale. Elle doit éviter que, dans chaque pays, les grandes entreprises multinationales soient fiscalement avantagées par rapport aux entreprises locales. Elle doit garantir que les choix de localisation des entreprises ne soient pas faussés par des considérations fiscales. Toutefois, elle suppose un accord délicat entre les pays : ceux-ci peuvent désirer des niveaux différents de taux de l'IS – les petits pays ont intérêt à la concurrence fiscale – ; elle nécessite un accord sur les règles de localisation des profits, question primordiale, mais délicate.

L'article comporte quatre parties. La première fait un bilan de l'IS dans les pays développés ; la deuxième discute des fondements théoriques de l'IS en économie fermée ; la troisième discute des questions théoriques et pratiques que pose l'IS en économie ouverte ; la quatrième discute des projets de lutte contre l'optimisation fiscale et d'harmonisation fiscale.

1. La situation actuelle dans les pays développés

Si l'impôt sur le bénéfice des sociétés ne représente qu'une faible part des recettes fiscales, il est particulièrement ressenti par les entreprises[2]. Depuis une vingtaine d'années, la concurrence fiscale s'est faite de plus en plus rude : compte tenu de l'ouverture des frontières, les grandes entreprises mettent en concurrence les systèmes fiscaux des différents pays au moment de leur choix d'implantation. Le jeu des prix de transferts et des redevances leur permet de pratiquer l'optimisation fiscale, c'est-à-dire de déclarer leurs profits dans les pays le moins taxant. Ces pratiques se développent grâce aux paradis fiscaux ou réglementaires, soit en Europe (en particulier, Irlande, Pays-Bas, Luxembourg, Jersey), soit à l'extérieur de l'Europe (Îles Caïman, Bermudes, État du Delaware, etc.), qui font profiter les entreprises de taux très faibles mais aussi de possibilités d'optimisation fiscale.

Aussi, la quasi-totalité des pays de l'UE ont-ils nettement réduit leur taux d'IS (tableau 1). L'Allemagne avait deux taux : 36 et 50 % (respectivement pour les bénéfices distribués et non distribués, surtaxés car non soumis à la taxation des dividendes), qui ont été ramenés par la réforme de 2000 au taux unique de 25 % (soit 29,8 % compte tenu de l'impôt local). Les taux français (42 % sur les bénéfices distribués, 37 % sur les bénéfices non distribués, sous-taxés pour favoriser l'investissement) ont été ramenés à 34,33 %. L'Irlande se situe à un très bas niveaux (12,5 %). Les derniers adhérents à l'Union européenne ont des taux très faibles afin de compenser la suppression des aides aux entreprises et pour attirer les investissements directs étrangers. Périodiquement, un pays relance la concurrence en abaissant son taux d'imposition. Ainsi, en 2012, le Royaume-Uni abaisse son taux de 28 à 24 %, puis à 19 % et vise 17 % en 2021 ; en 2017, la Hongrie passe de 19 à 9 % ; en 2018, ce sont les États-Unis qui passe de 38,9 % à 25,8 %.

En 2017, la France avait un taux normal de l'IS de 33,3 % (et un taux réduit de 15 % pour les TPE). Pour les grandes entreprises, s'y ajoute une contribution sociale (majoration de 3,3 %), ce qui porte le taux à 34,33 % (voir, CPO, 2017). En 2018, un taux à 28 % a été introduit pour les premiers 500 000 euros de bénéfices. La France prévoit

2. Voir Benassy-Quéré *et al.* (2005) ; De Mooij et Ederveen (2006) ; Voguet (2011) et la synthèse de Couch et Madiès (2017). Selon les travaux économétriques, les taux de l'IS jouent à la fois sur la localisation des IDE et le lieu de déclaration des profits. Pour les IDE, l'effet est atténué par l'environnement économique (en particulier les infrastructures publiques, selon Benassy et Lahrèche-Révil, 2005).

de diminuer progressivement son taux à 25 % en 2022. Ces baisses sont souvent justifiées par la nécessité de réagir aux baisses des partenaires, de se rapprocher de la moyenne. Le résultat est toutefois que la moyenne diminue constamment et la baisse vers la moyenne peut aboutir à caler tous les pays sur le taux le plus bas, soit les 12,5 % de l'Irlande.

Tableau 1. Évolution des taux nominaux de l'IS (y compris taxation locale)

En %

	1990	2000	2010	2018
Autriche	30	34	25	25
Allemagne	40,5 BD / 54,5BND	51,5	29,5	29,8
Belgique	41	40,2	34*	29,6*
Danemark	40	32	25	22
Espagne	35	51,6	30	25
Finlande	44,5	29	26	20
France	42 BD / 37 BND	37,8	34,4	34,4
Grèce	46/ 40 industrie	40	24	29
Irlande	43/ 10 industrie	24	12,5	12,5
Italie	46,4	41,25	31,4	27,8
Portugal	40,2	35,25	25,5	25
Pays-Bas	35	35	26,5	25
Royaume-Uni	34	30	28	19
Suède	53	28	26,3	22
Hongrie		18	19	9
Pologne		30	19	19
Rép. tchèque		31	19	19
Japon	50	40,9	39,5	29,7
États-Unis	38,65	39,3	39,2	25,8

BD : bénéfices distribués ; BND : bénéfices non distribués.
* avec un système d'intérêt notionnel.
Sources : OCDE, Base de données fiscales.

La concurrence fiscale est impulsée par les petits pays, puisqu'une baisse du taux de l'IS leur fait perdre peu de recettes sur leur base taxable nationale (obligatoirement faible), mais leur en fait gagner beaucoup en contrepartie en attirant une partie de la base fiscale des autres pays (de plus grande tailles). La difficulté de la coordination internationale est qu'il faut convaincre les petits pays à y renoncer, soit par la contrainte (des mesures de rétorsion, difficiles à mettre en place au sein de l'UE en raison de la règle de l'unanimité), soit par des subventions compensatrices (difficiles à justifier par le seul critère de taille).

Toutefois, la comparaison du poids de l'IS est rendue difficile par l'existence d'un impôt local sur les entreprises qui peut porter sur le bénéfice (Allemagne), la valeur ajoutée (Italie, France), le capital immobilier (France), par des différences dans la base d'imposition (les règles d'amortissement, de déductibilité des intérêts, de report des déficits), par l'existence de dépenses fiscales (le Crédit Impôt Recherche, les *patents box.* L'IS rapporte beaucoup dans les pays producteurs de matières premières et dans ceux ayant un important secteur financier. L'IS rapporte beaucoup dans les pays où le profit des entreprises est relativement élevé ; en sens inverse, toute hausse des impôts à la production diminue la rentabilité de l'IS (voir CPO, 2017). Les dirigeants des petites entreprises peuvent choisir entre la taxation à l'IS ou à l'IR ; un niveau plus élevé des taux de l'IS les amène à préférer l'IR, ce qui induit de faibles recettes à l'IS. Par ailleurs, les entreprises cherchent à se faire taxer dans les pays à bas taux, ce qui augmente les recettes de l'IS dans ces pays. Les rentrées de IS dépendent aussi beaucoup de la situation conjoncturelle. Finalement, il existe peu de liens entre le taux

Tableau 2. Recettes de l'impôt sur les bénéfices en pourcentage du PIB

	1990	2000	2015
Autriche	1,4	2,0	2,3
Allemagne	1,7	1,8	1,7
Belgique	2,0	3,1	3,3
Danemark	1,7	3,2	2,6
Espagne	2,8	3,0	2,4
Finlande	1,5	5,7	2,2
France	2,2	3,0	2,1
Grèce	1,4	4,0	2,2
Irlande	1,6	3,6	2,6
Italie	3,7	2,8	2,0
Portugal	2,1	3,7	3,1
Pays-Bas	3,0	4,0	2,7
Royaume-Uni	3,3	3,5	2,5
Suède	1,5	3,7	2,0
Hongrie		2,2	1,8
Pologne		2,4	1,8
Rép. tchèque		3,2	3,6
Japon	6,3	3,7	3,8
États-Unis	2,0	2,2	2,2

Source : OCDE, *Statistiques des recettes publiques.*

nominal de l'IS et les ressources qu'il rapporte. Dans la plupart des pays, l'IS rapporte entre 2 et 3 % du PIB ; la médiane en 2015 pour les pays de l'OCDE est de 2,6 % du PIB.

En France, en 2015, l'IS net avait rapporté 33,5 milliards d'euros. Toutefois, il est plus pertinent de considérer l'IS brut (55,5 milliards), dont il faut soustraire 12,5 milliards de CICE et 9,5 milliards d'autres crédits d'impôts remboursables (CIR, Prêts à taux zéro, apprentissage), qui sont des dépenses fiscales qui n'ont aucun lien *a priori* avec l'IS et qui devraient être traitées comme de pures subventions.

Le modèle standard est celui de la taxation des profits nets, soit l'EBE moins les intérêts nets versés, moins l'amortissement du capital. L'IS est alors cohérent avec l'IR puisqu'il taxe le revenu des propriétaires de l'entreprise. Il existe cependant des déviations par rapport au modèle standard : soit des limites à la taxation des intérêts, soit la détaxation d'une rentabilité *normale* des fonds propres (Belgique), soit une taxation spécifique des produits des brevets.

2. Les questions théoriques en économie fermée[3]

L'impôt sur les sociétés (IS) a deux visages. C'est un impôt sur les revenus que les actionnaires et les entrepreneurs tirent de leurs sociétés. Mais, c'est aussi un impôt sur les sociétés, sur les personnes morales en elles-mêmes. Cette dualité induit des principes contradictoires dont il faut organiser la coexistence. Ainsi, peut-on considérer que l'IS n'est qu'un acompte de l'IR et doit être remboursé aux actionnaires ou estimer qu'étant un impôt sur les sociétés, il n'y pas plus de raison de la rembourser aux actionnaires que les cotisations sociales ou les taxes locales. Ainsi, selon le principe de résidence, chaque pays taxe ses résidents alors que selon le principe de la source, chaque pays taxe les entreprises qui font des profits sur son sol.

2.1. L'IS comme impôt sur les actionnaires

Fondamentalement, l'IS est une composante obligée de l'impôt sur le revenu (IR). Supposons que la fiscalité vise à taxer tous les revenus des ménages de la même façon. Logiquement, l'IS doit compléter l'IR en frappant les revenus de l'entreprise qui ne sont pas taxés par ailleurs. La valeur ajoutée des entreprises se partage en salaires, bénéficies

3. Voir Sterdyniak *et al.* (1991), chapitre 7 ; Mirrlees *et al.* (2011), chapitre 17 ; Tax Justice Network (2015).

industriels et commerciaux (BIC), intérêts, dividendes et profits non distribués. Les salaires et les BIC sont taxés au taux progressif de l'IR. Les intérêts reçus par les ménages peuvent provenir du profit des entreprises, mais peuvent être aussi la rémunération d'actifs financiers, intermédiés par les banques, prêtés à l'État ou à d'autres ménages. Il est difficile de distinguer la source des intérêts, ce qui nécessite pratiquement que les intérêts ne soient soumis qu'à l'IR.

L'IS est nécessaire pour taxer les profits non distribués des entreprises. Sinon, les entreprises seraient incitées à ne pas distribuer de dividendes et les entrepreneurs auraient intérêt à ne pas se distribuer de revenu, quitte pour les actionnaires à vivre d'emprunts gagés sur leurs actions ; les profits non-distribués pourraient échapper pour toujours à l'impôt. Les entrepreneurs ont le choix entre être taxés à l'IS ou à l'IR. Il faut éviter qu'un des choix soit trop avantageux. Dans ces conditions, la situation la plus satisfaisante est que l'IS soit considéré pour les actionnaires comme un acompte de l'IR.

En même temps, l'IS est un impôt hybride qui taxe les propriétaires des entreprises et les sociétés elles-mêmes en tant que telles. Cela justifie que l'IS frappe aussi les dividendes (pour taxer les actionnaires étrangers). Imaginons une société dont les actionnaires sont étrangers mais faisant des profits en France. Ceux-ci résultent pour partie de dépenses publiques françaises (infrastructures, éducation). Il est légitime qu'elle contribue à leur financement.

Du point de vue du fisc, l'IS permet de taxer directement le profit au niveau des sociétés sans avoir à le collecter au niveau des actionnaires, avec les délais et pertes induites. Par ailleurs, l'IS permet de vérifier la cohérence des déclarations fiscales.

L'IS pourrait être remplacé par un impôt sur les dividendes et un impôt sur les plus-values. Il faudrait cependant taxer les plus-values latentes, ou du moins mettre en cause la purge de la taxation des plus-values par le décès ou la donation. Même avec cette purge, les familles d'entrepreneurs ou d'actionnaires pourraient toujours retarder indéfiniment le moment où ils sont taxés. Et les entreprises étrangères seraient exonérées, ce qui ne serait pas conforme au principe ; l'IS doit frapper toutes les sociétés opérant dans le pays.

2.2. L'IS comme impôt sur les sociétés

Il est légitime que les entreprises financent les dépenses publiques dont elles bénéficient (infrastructures, éducation et santé de la main-

d'œuvre). Cela milite pour le principe de la source, mais aussi pour une assiette 'valeur ajoutée' plutôt que pour une assiette 'profit'. Le coût des infrastructures nécessaires à une entreprise est le même pour les collectivités locales, que l'entreprise fasse ou non des profits ; c'est un coût fixe que l'entreprise doit prendre en compte. C'est d'ailleurs l'objet, en France, de la CVAE et de la CFE. La justification de l'IS doit donc être plus spécifique.

L'IS peut être vu comme un impôt qui compense le principe de responsabilité limitée des actionnaires. Ceux-ci se partagent les profits mais non les pertes ; l'IS compense le risque de faillite pour les autres partenaires de l'entreprise (salariés, fournisseurs, fisc).

L'IS, portant sur les profits, permet à l'entreprise de partager ses risques avec l'État. L'IS n'est dû que si l'entreprise fait des profits. De ce point de vue, il est préférable à la taxation de la valeur ajoutée ou, pire, des facteurs de production. Toutefois, si les entrepreneurs aiment le risque, le raisonnement s'inverse.

Le point essentiel est cependant que les sociétés sont des agents économiques en elles-mêmes, indépendamment de leurs actionnaires, ce d'autant plus lorsqu'elles sont grandes. La technostructure de l'entreprise a des objectifs propres différant de ceux des actionnaires. Les sociétés doivent être taxées en tant que telles, d'autant plus qu'elles sont maintenant plus riches que les États. Ce sont les nouvelles féodalités, que l'on pense à Google, Apple, Facebook, Amazon, aux grandes institutions financières. Aussi, l'IS pourrait-il même être progressif afin de taxer davantage les grandes entreprises qui ont un plus grand pouvoir autonome.

Un taux élevé de l'IS se justifie dans une optique interventionniste puisque qu'il permet, par des dépenses fiscales, de favoriser des comportements socialement désirables (comme la recherche par le CIR). Il permet de redistribuer le profit des entreprises si l'État estime qu'il faut réorienter la production. On peut prétendre au contraire que les entreprises ou les actionnaires connaissent mieux que l'État la réalité des marchés, les désirs des clients, l'évolution de la production et de la consommation. La question se pose aujourd'hui avec d'autant plus de pertinence qu'il faut impulser et financer la transition écologique.

La théorie de l'impôt optimal aboutit souvent à des résultats sans portée pratique, du genre : « le taux de l'IS doit être de 100 % à court terme et tendre vers 0 à l'infini » (d'Autume, 2007). À court terme, il est optimal de confisquer tout le profit du capital accumulé (qui a le carac-

tère d'une rente) ; à long terme, il est optimal de respecter les choix inter-temporels des individus. Tout dépend cependant de la modélisation. Faut-il considérer que le taux d'intérêt (et le taux de profit) dépend de la préférence des ménages pour le présent et traiter la question comme un choix inter-temporel ? Faut-il considérer que les capitalistes sont une classe différente des travailleurs de sorte que la taxation du profit est une question de répartition entre ces deux classes sociales ?

L'IS augmente le coût du capital. Si le taux de l'IS est de 33,3 % mais que les marchés financiers réclament une rentabilité de 6 %, le coût du capital est de 9 %. Cela tend donc à ralentir la substitution capital/travail, ce qui peut sembler nécessaire en période de chômage de masse. Mais cela est nuisible à long terme selon les modèles néo-classiques qui font l'hypothèse qu'à long terme l'économie est au plein-emploi, que le taux de profit est déterminé par l'extérieur ou par la préférence pour le présent des consommateurs, de sorte que la hausse du coût de capital pèse à terme sur les salariés (encadré 1 et Simula et Trannoy, 2009).

Encadré 1. L'IS dans un modèle néo-classique

Dans un modèle néo-classique, la production est contrainte par une fonction de production, que l'on suppose être une Cobb-Douglas. L'entreprise augmente l'emploi jusqu'à ce que la productivité marginale du travail soit égale au coût du travail (salaire plus cotisations sociales) et le capital jusqu'à ce que la productivité du capital soit égale au coût du capital (le taux de profit requis plus le taux d'imposition). Soit, en logarithmes : $y = a\,k + (1 - a)\,n$; $n = y - w - c$; $k = y - p - t$

En faisant l'hypothèse que l'économie est au plein-emploi et que le taux de profit requis est déterminé sur les marchés financiers internationaux, la production de long terme vaut : $y = n - a\ (\pi + t)/(1 - a)$ et le salaire vaut : $w = -c - a\ \ (\pi + t)/(1 - a)$. Une hausse des cotisations sociales est supportée par les salaires ; une hausse de la taxation du capital est également supportée par les salaires, mais elle provoque de plus une baisse de la production.

Même dans ce cas de figure, il reste cependant nécessaire d'avoir un taux de l'IS relativement élevé tant pour des raisons purement fiscales (éviter l'optimisation fiscale par la non-distribution des profits, vérifier la cohérence des déclarations fiscales), que sociales (l'équité fiscale demande que tout revenu contribue aux dépenses publiques). La

théorie de l'incidence fiscale ne peut guider la structure de la fiscalité : un agent doit être soumis à l'impôt, même s'il a la capacité de le faire supporter par autrui.

De plus, cette démonstration ne prend pas en compte le fait que l'IS taxe les rentes (les profits réalisés en plus du taux normal de rentabilité du capital), ce qui est efficace du point de vue économique. Cependant, il est impossible de distinguer rente et récompense de performances exceptionnelles ou de prise de risque. Faut-il surtaxer les profits élevés (indicateur de rente, de situation monopolistique) ou les sous-taxer (pour inciter à la prise de risque et récompenser la performance) ?

Les impôts entraînent des distorsions d'autant plus grandes que leur taux est fort. Il faut donc taxer le capital pour ne pas trop taxer le travail. De ce point de vue, la concurrence fiscale est nuisible car elle amène soit à surtaxer les facteurs immobiles (le travail à l'exception du travail hyper-qualifié, l'immobilier), soit à réduire les dépenses publiques (y compris des dépenses productives, éducation ou infrastructures).

Selon le point de vue traditionnel français, les profits non distribués doivent être moins taxés que les dividendes car ils sont réinvestis et donc utiles à la production future ; ils doivent être plus taxés car ils ne seront pas soumis à l'IR (point de vue traditionnel allemand) et qu'il faut inciter les entreprises à distribuer les profits aux actionnaires pour qu'ils soient réinvestis de façon efficace (point de vue libéral).

2.3. Du biais à l'endettement

Selon certains (voir, par exemple, Serena *et al.*, 2012), De Mooij, 2012), l'IS tel qu'il existe actuellement provoque un biais favorable à l'endettement puisqu'il frappe les profits et pas les intérêts. C'est contestable si l'IS payé est pris en compte dans la taxation des dividendes.

Soit t, le taux de taxation marginal des actionnaires à l'IR, q le taux de l'IS. Pour assurer la neutralité fiscale entre intérêts et dividendes, la méthode la plus satisfaisante est d'introduire un avoir fiscal de $q/1-q$ par euro de dividende, qui s'ajoute au revenu imposable, mais se déduit de l'impôt à payer, de sorte que finalement l'actionnaire est bien imposé au taux t. Le taux de l'avoir fiscal ne dépend pas du taux d'imposition de l'actionnaire, mais du seul taux de l'IS. L'IS ne joue alors que comme un acompte de l'IR.

L'avoir fiscal suppose théoriquement que chaque pays rembourse à ses résidents l'impôt qu'il a payé sur les dividendes des actions étrangères qu'il possède, cela à des taux différenciés. Cela devient problématique si la diversification des portefeuilles se développe. Aussi, en France, l'avoir fiscal avait été remplacé par un simple abattement à l'IR, a, de sorte que le taux de taxation global était de q+at(1-q). Pour que ce taux soit bien égal à t, il faudrait que : a=(t-q)/t(1-q). Cependant, l'égalité ne peut être assurée pour tous les actionnaires (dont les taux marginaux d'imposition diffèrent). Si le taux d'abattement est calé sur les impôts des actionnaires les plus riches, les actionnaires imposés à un taux marginal plus faible seront surtaxés.

Il n'y a alors *a priori* aucun biais fiscal en faveur de l'endettement. La taxation des dividendes (et des plus-values) à l'IS est compensée par l'avoir fiscal ou par un abattement dont ne bénéficient pas les intérêts. De plus, les plus-values (et donc les profits non-distribués) ne sont pas toujours taxées à l'IR puisque les plus-values sont purgées par le décès ou la donation, ce qui donne un avantage aux fonds propres si le taux de l'IS est inférieur au taux de taxation des intérêts à l'IR.

Cette analyse montre qu'il faut respecter les spécificités des intérêts et des profits. On ne peut taxer les intérêts à l'IS (sauf pour lutter contre des montages financiers artificiels), puisque cela demanderait un abattement des intérêts à l'IR. Surtout, on ne peut exonérer une partie des dividendes de l'IS, par exemple ceux qui correspondent à une rémunération des fonds propres au taux d'intérêt, puisque cette partie bénéficierait indûment d'un abattement à l'IR ; c'est pourtant ce que propose De Mooij (2012) et la Commission (2016, b).

Le système est dégradé quand on installe une taxation uniforme sur les revenus d'intérêt (qui n'ont pas subi l'IS) et sur les dividendes qui l'ont subi. Dans le futur système français, en supposant que le taux de l'IS passe à 25 %, les intérêts seront taxés à 30 % ; les dividendes (et les plus-values taxées) à 47,5 % ; les dividendes reçues dans le cadre d'un PEA et les plus-values non-taxées supporteront une taxation à 25 %. Le biais à l'endettement sera marginalement rétabli. En sens inverse, ce sont les intérêts nominaux qui sont taxés, de sorte que la taxation des intérêts réels augmente en période d'inflation (à 60 % si le taux d'inflation est égal au taux d'intérêt réel) tandis que la taxation des dividendes baisse (puisque, à taux d'intérêt réel donné, l'IS baisse en raison de la hausse des taux d'intérêt nominaux).

Théoriquement, les entreprises auraient intérêt à s'endetter au maximum et à ne jamais distribuer de dividendes. Toutefois, d'autres considérations que les considérations fiscales jouent : les banques refusent de prendre trop de risques et imposent des limites à l'endettement des entreprises ; les actionnaires veulent recevoir des dividendes pour pouvoir choisir l'utilisation du profit de l'entreprise et éviter des pertes en plus-values si les dirigeants de l'entreprise font des choix d'investissement peu rentables.

Dans la situation actuelle où les taux d'intérêt nominaux sont très faibles, l'impact de la déductibilité à l'IS des charges d'intérêt ne peut pas être important. Le biais à l'endettement résulte plus de l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de profit requis par les marchés financiers que de facteurs fiscaux.

Pour conclure, la baisse des taux de l'IS induite par la concurrence fiscale prive les États d'un instrument de pilotage de l'évolution de la production, réduit les ressources des finances publiques et dégrade l'aspect redistributif de la fiscalité (sauf si elle est compensée par une hausse de la fiscalité sur les dividendes et les plus-values). Toute internationalisation de l'impôt sur les sociétés pose deux questions : il ne faut pas perdre le rôle de l'IS comme clef de voûte de la fiscalité pesant sur les entreprises ; il faut maintenir le lien entre l'IS et l'IR.

3. Les questions théoriques en économie ouverte[4]

La mondialisation pose problème à l'IS puisque les grandes entreprises peuvent avoir leur siège social dans un pays A, des centres de recherche en B, une filiale de production en C, une filiale de vente en D, et des actionnaires des pays A, B, C, D. Quel pays a le droit de taxer les profits de cette entreprise ?

L'imposition des profits peut reposer sur deux principes. **Selon le principe de la source,** un pays a le droit d'imposer tous les profits engendrés sur son territoire, qu'ils aient été réalisés par des résidents ou des non-résidents. Ainsi, les bénéfices des filiales de groupes étrangers sont imposés et les sociétés nationales ne doivent pas intégrer dans leurs résultats imposables les bénéfices réalisés à l'étranger (en contrepartie, les déficits subis à l'étranger ne sont pas imputables). Ce principe correspond plutôt à la vision de l'IS comme impôt sur les

4. Voir, en particulier, Mirrleess *et al.* (2011), chapitre 18 ; Lignereux (2017).

sociétés en elles-mêmes. Dans cette optique, les taux de l'IS peuvent différer d'un pays à l'autre pour refléter des différences dans les services fournis aux entreprises.

Au contraire, selon **le principe de résidence**, un pays peut imposer tous les revenus perçus par ses résidents, qu'ils aient été réalisés sur le territoire national ou à l'étranger. Les gains réalisés à l'étranger doivent être ajoutés aux bénéfices. Les pertes subies à l'étranger peuvent être déduites des bénéfices. Ce principe correspond à la vision de l'IS comme impôt sur les propriétaires des entreprises. Les taux de l'IS peuvent différer d'un pays à l'autre pour refléter des choix sociaux différents quant à l'importance des dépenses publiques.

La coexistence des deux principes peut faire apparaître des situations de double taxation ou de non taxation. Ces situations sont théoriquement gérées par des systèmes de conventions fiscales bilatérales, qui privilégient généralement le principe de la taxation à la source.

Tableau 3. Une entreprise du pays A possède une filiale qui fait des profits dans le pays B

	A taxe à la source	A taxe à la résidence
B taxe à la source	Taxation en B	Double taxation
B taxe à la résidence	Aucune taxation	Taxation en A

C'est obligatoirement le principe de la source qui doit s'appliquer à la taxation des profits des entreprises. Le principe de la résidence permettrait aux entreprises d'être imposées à taux réduit en se localisant fictivement dans un pays à bas taux d'imposition et même d'échapper à toute taxation avec une résidence dans un paradis fiscal ou dans un pays taxant à la source. Les entreprises étrangères localisées dans un pays peu taxant seraient fiscalement avantagées. Le principe de résidence ouvre grand la porte à la concurrence fiscale déloyale et à l'optimisation. Le principe de la source fait que toutes les entreprises qui opèrent dans le même pays sont soumises au même taux d'imposition : c'est la *neutralité à l'importation des capitaux*. Par contre, on peut craindre que les entreprises soient incitées à investir dans les pays à bas taux d'imposition : il n'y a pas *neutralité à l'exportation des capitaux.* Mais, cette crainte n'est pas fondée si ce bas taux ne s'applique qu'à des profits émanant d'une réelle activité de production et ne fait que compenser un manque d'infrastructures, l'éloignement géographique, des risques politiques, etc.

3.1. La question de la localisation du profit

La question la plus délicate reste celle de la localisation du profit. Le profit d'une entreprise provient-il de ses fonds propres, de son capital immatériel (marques, brevets), de son capital physique, de sa production, de ses ventes ?

Une entreprise produit dans un PEBS (pays émergents à bas salaires) des chemises pour un coût de production de 3 euros ; elle les vend en France à 20 euros. Son profit doit-il être taxé dans le PEBS ou en France ? La réponse théorique est qu'il faut partager le profit en introduisant un prix de transfert (le prix des chemises sur le marché concurrentiel). Mais, comment faire si ce prix n'existe pas, s'il n'existe pas de marché international de la chemise hors commerce intra-groupes (la quasi-totalité du commerce se fait à l'intérieur des groupes), s'il s'agit de biens intermédiaires très spécifiques ? Faut-il laisser l'entreprise libre de déclarer un prix arbitraire ? Celui-ci doit-il être négocié avec les services fiscaux des deux pays ? Faut-il favoriser les pays producteurs ou les pays consommateurs ?

Une entreprise peut avoir une filiale de commercialisation localisée en Irlande qui achète le produit à 3 euros en Chine et le revend à 18 euros en France, localisant ainsi la quasi-totalité du profit en Irlande. Autre cas, une entreprise vend en France des tee-shirts à 20 euros qu'elle achète 3 euros en Chine, elle y fait coller une photo de Stars Wars (coût : 2 euros), dont les droits appartiennent à une société irlandaise. Peut-on accepter que les 15 euros de profit soient taxés en Irlande ?

Le problème se pose pour les redevances d'utilisation de noms de marque (qui sont arbitraires puisqu'ils ne font pas l'objet d'un marché) comme pour les redevances de brevets (qui peuvent être réelles ou fictives). Plusieurs pays européens ont introduit des *patent box,* boîtes à brevets, des taux réduits pour les redevances des brevets. Une entreprise multinationale a intérêt à y transférer une partie de ses profits, quitte à s'assurer par un rescrit que le pays lui accorde bien le bénéfice de ce taux réduit.

Une entreprise située dans un pays A fourni une prestation dans un pays B. Si la prestation est fournie directement ou par une succursale, le profit de l'opération est taxable en A. Si la prestation est fournie par une filiale ou par un établissement permanent, le profit est taxable en B, sauf pour les prestations (rémunération de brevets, de droit à l'usage du nom) que l'entreprise a fourni à sa filiale. Il y a matière à optimisa-

tion, en particulier pour les transactions par internet qui ne nécessitent pas d'établissements physiques.

À l'intérieur des firmes multinationales, l'optimisation fiscale amène à situer les profits dans les pays où le taux de l'IS est le plus bas et l'endettement dans les pays où le taux de l'IS est le plus fort. Un pays où le taux de l'IS est élevé subit donc une hausse de ses prix à l'importation, et une baisse de ses prix à l'exportation[5], donc une baisse du taux de marge de ses entreprises et une hausse de leur endettement[6].

Selon l'OCDE (2013), les pertes de recettes imputables à l'optimisation fiscale représenteraient entre 4 à 10 % des recettes de l'IS ; selon l'étude minutieuse de Clausing (2016) ; les pertes pour la France seraient de l'ordre de 13,5 milliards d'euros.

Outre qu'elle prive les États de ressources, l'optimisation fiscale favorise les entreprises multinationales au détriment des entreprises locales. Cependant, la lutte contre l'optimisation fiscale est délicate puisqu'il existe une ambiguïté fondamentale sur la localisation du profit.

4. Les projets de l'UE, ceux de l'OCDE

Au niveau européen, la nécessité d'éviter la concurrence fiscale, de lutter contre l'optimisation fiscale, l'augmentation du nombre d'entreprises ayant des activités dans plusieurs pays européens rendent de plus en plus nécessaire l'organisation de l'IS à l'échelle européenne. Toutefois, ce fédéralisme fiscal se heurte à l'autonomie fiscale des États membres. L'Irlande et les PECO se refusent à toute hausse de leur taux d'imposition ; le Luxembourg, la Belgique et les Pays-Bas à toute réforme de leurs modalités de taxation. Les fiscs nationaux sont hostiles à une réforme qui affaiblirait leur pouvoir de contrôle.

Au départ, dans les années 1990, la Commission cherchait essentiellement à assurer la neutralité de la fiscalité vis-à-vis des investissements transnationaux : les entreprises devaient pouvoir investir dans chaque pays de l'UE sans que la fiscalité soit une source de distorsion économique. La Commission voulait que les filiales européennes d'une société européenne soient traitées comme ses filiales nationales ; donc

5. Voir OCDE (2012), Heckemeyer et Overesch (2013) et des évaluations empiriques récentes dans Vicard (2015), Davies *et al.* (2014).
6. Voir Sorbe *et al.* (2017)

que la société-mère puisse déduire les déficits de ses filiales étrangères, ce qui n'est guère compatible avec le principe de l'imposition à la source ; en sens inverse, les sociétés installées dans des pays à taux d'IS élevé ne voulaient pas être obligées d'y déclarer les profits de leurs filiales. Des directives ont été mises en œuvre pour éviter les doubles impositions et pour limiter les pratiques d'optimisation fiscale.

En décembre 1997, le conseil « Affaires économiques et financières » avait adopté un code de bonne conduite, c'est-à-dire une série de mesures destinées à lutter contre la concurrence fiscale dommageable. 230 régimes avaient été identifiés comme susceptibles de générer une concurrence déloyale, c'est-à-dire comportant des traitements fiscaux préférentiels pour les entreprises non résidentes ou visant à inciter les entreprises à y déclarer des profits réalisés dans un autre pays. Par contre, le fait qu'un État membre pratique une imposition très basse, mais généralisée, n'était pas considéré comme relevant de la concurrence fiscale déloyale. Ce code a permis de supprimer un certain nombre de régimes fiscaux préférentiels.

Depuis 2000, la Commission propose de réformer la base d'imposition des sociétés multinationales. Elle suggère que les groupes puissent choisir d'être imposés selon une assiette globale déterminée par une règle communautaire. Le bénéfice du groupe ainsi déterminé serait réparti entre les divers États dans lesquels il opère, selon une clef de répartition non manipulable (vente, masse salariale, immobilisations, effectifs), chaque État imposant à son taux national la part du bénéfice qui lui revient. Ceci permettrait de supprimer les pratiques d'optimisation fiscale des entreprises consistant à déclarer leurs profits dans les pays les moins taxant, que ce soit par les prix de transferts ou les transferts de profits. Ce projet se heurte à plusieurs difficultés. Il faut un accord sur les bases d'imposition, qui sont disparates selon le pays. Il est contestable de donner le choix aux grandes entreprises entre deux systèmes de taxation.

En 2011, la Commission a proposé une Assiette commune pour les sociétés (ACIS) ; ce projet a été repris en novembre 2016 (voir CE, 2016 b). Cette assiette s'appliquerait aux sociétés dont le chiffre d'affaire dépasse 750 millions d'euros. L'assiette serait fondamentalement l'EBE moins l'amortissement moins les charges d'intérêts. Toutefois, la Commission a essayé de trouver un moyen terme entre les dispositifs existants actuellement dans les pays membres. Ainsi, elle propose une déduction supplémentaire des dépenses de R& D (100 %,

50, ou 25 % suivant le montant des dépenses, article 9). Les intérêts seraient déductibles jusqu'à 3 millions d'euros ou 30 % de EBE. Les pertes seraient reportables en avant sans limite de temps, mais ne seraient pas en arrière. Chaque pays doit réintégrer dans la base taxable de ses entreprises les transferts allant vers un pays où le taux de l'IS est inférieur à la moitié du sien (ou en provenance).

Le point le plus contestable est la proposition (article 11) de déduction des intérêts notionnels sur la variation des fonds propres. Cette proposition, destinée selon la Commission à encourager le financement par fonds propres est totalement en dehors de la pratique commune en Europe. La déduction d'un intérêt notionnel égal au taux des obligations publiques plus 2 points, comme le propose le projet d'ACIS, soit de l'ordre de 5,5 % si le taux long retrouve un niveau normal, provoquerait une forte baisse des recettes de l'IS et surtout rendrait beaucoup de sociétés déficitaires, ce qui est difficilement gérable. Pour masquer le coût du projet pour les finances publiques, la Commission propose une déductibilité des intérêts non pas sur le stock de capital, mais sur la variation du stock de capital. Mais le cumul des variations atteindra un jour le stock. Quel serait la justification en termes de « contribution aux dépenses publiques » de traiter de façon différente les jeunes et les vieilles entreprises ? Par ailleurs, le projet ne permet pas de respecter la cohérence IS/IR pour les particuliers bénéficiaires de revenus du capital financier (mais celle-ci est déjà mise en cause par le PFU en France).

De même, la Commission a repris, en novembre 2016, le projet d'Assiette commune consolidée pour les sociétés (ACCIS, voir CE, 2016 b), soit la répartition entre pays du produit de la taxation des firmes multinationales (FMN). Le projet s'applique lui aussi aux entreprises dont le chiffre d'affaire dépasse 750 millions d'euros. Celles-ci ne feraient une déclaration que dans le pays de leur siège (ou de direction effective), ce qui poserait des questions de contrôle et de cohérence de déclaration aux services fiscaux des pays des filiales.

Le profit des FMN serait réparti selon une clé non manipulable. La Commission propose d'utiliser quatre critères : pour un tiers, le chiffre d'affaires, pour un autre tiers, les immobilisations corporelles, pour un sixième la masse salariale, pour un autre sixième les effectifs. Par contre, les actifs immatériels ou financiers ne sont pas pris en compte (ce qui est logique pour éviter les risques de fraude), mais est nuisible à certains pays (Irlande, Suisse, Luxembourg, Pays-Bas).

Cette répartition est problématique. Considérons une firme, qui a deux usines en A et B. Elle produit dans chaque pays, avec 100 salariés, 100 unités qu'elle vend 1. En A, les salaires sont de 0,5 ; en B de 0,8. Actuellement, les profits sont de 50 en A, de 20 en B. Avec la formule proposée, le profit total est de 70 ; les profits taxables seront de 31 en A et de 39 en B (puisque la répartition des profits dépend de la masse salariale). Les pays à bas-salaires (A ici) seront perdants. Toute modification de la fiscalité des entreprises dans un pays donné aura des répercussions sur le profit total du groupe et donc sur les recettes fiscales des pays partenaires. C'est difficilement gérable. Toujours dans notre exemple, supposons que le pays à haut salaire introduise des cotisations sociales de 0,2 sur chaque salaire, le profit total de l'entreprise n'est plus que de 50 (soit 50 en A, 0 en B) repartis par la règle proposée en 21 en A et 29 en B. Le pays A est donc perdant en termes de droit à l'IS du fait de la hausse des cotisations sociales du pays B.

Peut-on avoir un critère de répartition totalement différent de l'assiette ? Une entreprise américaine a une usine en Allemagne où elle utilise un brevet détenu en Irlande qui récupère la quasi-totalité du profit. Sa production est vendue pour moitié en Allemagne, pour moitié en France. Actuellement, ses profits sont taxés en Irlande. Avec un critère non-manipulable, il le serait soit en Allemagne (critère de l'emploi et de la production), soit 50 % en Allemagne/50 % en France (vente). Mais peut-on renoncer totalement à valoriser les brevets et marques ? Peut-on imposer à l'Allemagne de renoncer à taxer une partie des profits alors qu'elle aurait droit à en taxer la quasi- totalité si l'entreprise allemande exportait en France *via* une société autonome de commercialisation.

La réforme permet de lutter contre les transferts fictifs de profit par les prix de transfert et les redevances, et contre la concurrence fiscale déloyale (inciter les entreprises à venir déclarer des profits réalisés ailleurs, leur permettant ainsi d'échapper en grande partie à l'impôt). Dans la mesure où les taux de l'IS resteraient différents en Europe, elle permet la concurrence fiscale dite légitime : baisser les taux de l'IS pour attirer les emplois et les investissements, chercher à fournir aux entreprises produisant effectivement dans le pays le meilleur rapport possible entre infrastructures publiques et impôt, compenser par l'IS des désavantages naturels (tels que l'éloignement).

Par ailleurs, cette réforme de la taxation devrait être négociée avec les pays tiers, en particulier les États-Unis, mais aussi les pays émergents (en particulier, pour les entreprises productives de matières premières).

Il nous semble donc que l'ACCIS est difficilement envisageable à court-moyen terme.

Les gouvernements allemands et français ont adopté en juin 2018 une position commune. Ils soutiennent la directive ACIS, mais demandent, à juste titre, qu'elle s'applique à toutes les entreprises ; ils réclament une certaine convergence des taux d'imposition ; ce n'est qu'après que l'ACCIS pourra être envisagée. Les deux gouvernements refusent les dispositions incitatives des articles 9 et 11 (R&D ; financement sur fonds propres). Ils notent que la question de la possibilité pour les États membres de mettre en place des dispositifs incitatifs spécifiques (crédits d'impôts) n'est pas tranchée. Ils souhaitent maintenir la possibilité de report en arrière. Ils souhaitent aussi que la possibilité de taxer les profits envoyés vers (ou provenant de) des pays peu taxant s'applique avec un taux de référence unique. Sinon, en effet, le taux de référence serait de 16,6 % pour la France, mais de 6,25 % pour l'Irlande, qui resterait privilégiée comme lieu de passage.

Au niveau mondial, les pays européens participent au programme BEPS (*Base Erosion and Profit Shifting*) lancé par le G20 en 2012 et piloté par l'OCDE (voir OCDE, 2013) qui vise à lutter, sur le plan mondial, contre l'optimisation fiscale (la planification fiscale agressive, selon la terminologie anglaise). Le programme comporte 15 actions qui visent à supprimer les différents mécanismes d'optimisation (les dispositifs hybrides permettant la double non-imposition grâce à des incohérences entre les législations nationales, les transferts de profit vers des filiales situées dans des pays à bas taux d'imposition, les déductions d'intérêts, les prix de transfert). Il prévoit l'échange d'informations sur les décisions d'octrois de régimes préférentiels. Il incite les pays à mettre en cause les dispositifs des entreprises ayant pour but principal d'obtenir des avantages fiscaux injustifiés. Il prévoit de redéfinir la notion d'établissement stable. Il prévoit de demander aux entreprises multinationales de publier une répartition pays par pays de leur chiffre d'affaires, de leur activité économique et des impôts acquittés. Il prévoit la mise en place de mécanismes d'arbitrage. Enfin, l'article 15 envisage une procédure multilatérale pour modifier l'ensemble des conventions fiscales bilatérales. Cependant, la question de fond : où se crée le profit ? n'est pas vraiment résolue. Il s'agit d'assurer que tous les profits soient effectivement taxés une fois, par un pays, mais l'ambiguïté demeure sur le critère de partage des droits à taxation.

En 2016, reprenant les travaux de l'OCDE, le Conseil a adopté une directive dite ATAP (*Anti Tax Avoidance Package)* qui doit être intégrée

avant le 31 décembre 2018 dans les législations nationales. Celle-ci comporte essentiellement cinq mesures qui visent à lutter contre différentes formes d'optimisation fiscale. Les intérêts nets déductibles à l'IS sont limités pour les entreprises non financières à 30 % de l'EBE brut ou à 3 millions d'euros (alors qu'en France la déductibilité est actuellement limitée à 75 % des intérêts nets au-delà de 3 millions d'euros). Le fisc a le droit de ne pas tenir compte des montages principalement fiscaux. Le fisc du pays d'origine doit remettre en cause les dispositifs hybrides permettant une double non-imposition. Le fisc a le droit de réintégrer dans le bénéfice imposable d'une entreprise les transferts de profit en provenance de pays dont le taux d'imposition est inférieur à la moitié de son taux d'imposition. Le fisc a le droit d'imposer une taxe de sortie sur la plus-value latente des avoirs transférés dans un autre pays.

À la suite de l'article 15 du programme BEPS, la plupart des pays se sont engagés à ratifier une convention multilatérale qui remplacerait, sur certains points, les différentes conventions bilatérales. Début 2018, 78 pays l'ont signée. Les pays peuvent cependant avoir des réserves sur ces articles, sachant qu'ils peuvent les lever ultérieurement (mais théoriquement ils ne peuvent revenir en arrière). Nous sommes encore loin de la situation idéale où la même convention s'appliquerait partout. Certaines entreprises françaises ont mis en garde le gouvernement français contre « une trop grande naïveté », c'est-à-dire, selon elles, le fait de privilégier la lutte contre l'optimisation fiscale à la défense des intérêts français. Elles estiment que le fait d'obliger les entreprises multinationales à publier la répartition de leurs activités et de leurs impôts va inciter les pays émergents à leur réclamer plus d'impôt. La France a accepté sans réserve les mesures visant à obliger les entreprises à mettre en place des « établissements stables », ce que beaucoup de pays n'ont pas fait. Les entreprises françaises craignent que cela incite les pays où des entreprises françaises conduisent de grandes opérations à leur imposer de créer des filiales. Compte tenu des effets néfastes de l'optimisation fiscale pour les pays émergents, mais aussi pour la France, il nous semble que la lutte contre l'optimisation fiscale ne doit pas tenir compte de ces considérations de court terme.

Enfin, en 2018, la Commission (2018 a) a proposé l'instauration d'une taxe de 3 % sur les chiffres d'affaires dans l'UE des entreprises de services numériques (du moins celles d'un chiffre d'affaire important) en même temps qu'elle proposait de redéfinir la notion d'établissement stable pour une entreprise numérique. Cette taxe n'a aucune

justification économique ou juridique : rien ne permet de taxer le chiffre d'affaires d'une entreprise, ni d'introduire une taxation spécifique pour un secteur donné. L'objectif est de se placer en position de force pour imposer aux entreprises numériques d'avoir un établissement stable dans les pays de l'UE et d'y faire une déclaration fiscale, et pour négocier avec le pays d'origine (les États-Unis) et d'installation (l'Irlande) des règles d'imposition.

Tant pour des raisons financières que d'efficacité économique et de justice sociale, les États européens doivent maintenir un niveau satisfaisant d'impôt sur les sociétés. La piste de l'ACCIS ne nous semble pas être la bonne car le partage de la base taxable entre les pays membres serait problématique comme la perte du lien entre les fiscs nationaux et les filiales des firmes multinationales. Cela reste un saut dans l'inconnu dont la crédibilité est faible à court terme. Il serait plus assuré de s'engager dans une harmonisation progressive de l'IS qui devrait comporter cinq éléments :

— une certaine homogénéisation des bases d'imposition ;

— la reconnaissance du principe de taxation à la source, donc l'obligation d'établir des établissements stables et l'extension de cette notion, une mise au net des règles de répartition du profit pour les sociétés opérant dans plusieurs pays, la suppression méthodique de tous les dispositifs permettant des transferts de profits vers les pays à bas taux d'imposition ou la double non-imposition ;

— une lutte frontale contre les paradis fiscaux et réglementaires ; une liste rigoureuse devrait être établie ; les pays de l'OCDE devraient interdire à leurs banques, à leurs institutions financières et à leurs entreprises d'y localiser leurs opérations et d'y avoir des filiales. Les conventions fiscales devraient être limitées aux pays qui ont des taux minimaux d'imposition sur les entreprises ;

— la fixation d'un taux plancher pour l'IS, qui dépendrait du niveau de développement, de l'ordre de 20 % pour les pays les moins développés à 30 % pour les autres. Le taux minimum serait progressivement augmenté à fur et à mesure de la convergence. Les pays qui estiment fournir des avantages spécifiques aux entreprises pourraient fixer un taux supérieur, à leurs risques et périls ;

— les pays en transition devraient être autorisés à subventionner leurs entreprises, avec une assiette masse salariale, ce qui évite-

rait les risques de transferts de bénéfices dans ces pays. Les subventions aux entreprises seraient aussi autorisées plus facilement pour les aides aux régions en retard, pour les secteurs économiques en difficulté, pour les aides à l'innovation et à la recherche, pour l'emploi de certaines catégories de travailleurs. Ainsi, les pays pourraient chercher à attirer les entreprises qui créent de l'emploi, qui innovent et non les entreprises à la recherche d'optimisation fiscale.

Cette convergence pose de délicates questions : comment fixer les taux minimums ? Comment tenir compte de l'imposition locale ? Faut-il autoriser des taux réduits pour les régions, pays ou secteurs en situation difficile ? Qui, entre les États et la Commission, aurait l'initiative de mesures visant à alléger l'imposition temporairement (pour des raisons conjoncturelles) ou structurellement (pour inciter à la R&D, par exemple) ?

La question essentielle est cependant politique : faisons-nous confiance aux grandes entreprises pour orienter l'évolution économique de nos sociétés de sorte qu'il faut préserver leurs capacités à accumuler et à investir leurs profits ou faut-il lutter contre ce pouvoir incontrôlé et préserver les capacités financières des États ?

Références

Autume A. d', 2007, « Comment imposer le capital ? », *Revue économique*, vol. 58.

Bénassy-Quéré A., L. Fontagné et A. Lahrèche-Révil, 2005, « How Does FDI React to Corporate Taxation ? », *International Tax and Public Finance*, vol. 12, n° 5, pp. 583-603.

Bénassy-Quéré A. et A. Lahrèche-Révil, 2005, « Impôt sur les sociétés : tous à 0 % ? », *La Lettre du CEPII,* n° 246, juin.

Chouc A. et Th. Madiès, 2017, « Comment se situe la France dans la concurrence internationale en matière d'impôt sur les sociétés ? », *Rapport particulier au CPO*.

Clausing Kimberly A., 2016, « The effects of Profit Shifting on the Corporate Tax Base in the United States and Beyond », juin.

Commission européenne, 2016a, « Proposition de directive concernant une assiette commune consolidée pour l'impôt sur les sociétés », COM (2016) 683, 25 octobre.

———, 2016b, « Proposition de directive concernant une assiette commune pour l'impôt sur les sociétés », COM (2016) 685, 25 octobre.

———, 2018a, « Proposition de directive établissant les règles d'imposition des sociétés ayant une présence numérique significative », COM (2018) 147, 21 mars.

———, 2018b, « Proposition de directive concernant le système commun de taxe sur les services numériques applicable aux produits tirés de la fourniture de certains services numériques », COM (2018) 148, 21 mars.

Conseil européen, 2016, « Directive établissant des règles pour lutter contre les pratiques d'évasion fiscale qui ont une incidence directe sur le fonctionnement du marché intérieur », 12 juillet.

Conseil des prélèvements obligatoires, 2016, *Adapter l'impôt sur les sociétés à une économie ouverte*, décembre.

Davies R. B., J. Martin, M. Parenti et F. Toubal, 2014, « Knocking on Tax Haven's Door: Multinational Firms and Transfer Pricing », *CESIFO, Working Papers*, n° 5132.

De Mooij R. A. et S. Ederveen, 2006, « What a difference does it make? Understanding the empirical literature on taxation and international capital flows », *European Economy - Economic Papers,* 261, European Commission.

De Mooij R. A., 2012, « Tax biases to Debt Finances: Assessing the Problem, Finding solutions », *Fiscal studies*, vol. 33, n° 4.

Feld L. P. et J. H. Heckemeyer, 2011, « FDI And Taxation: A Meta?Study », *Journal of Economic Surveys*, vol. 25, n° 2, pp. 233-272.

Felix R. A, 2007, « Passing the Burden: Corporate Tax Incidence in Open Economies », *LIS Working papers*, 468, Luxembourg.

François M., 2016, *The Theory of Corporate Income Taxation, Five Deadlocks*, mimeo, mars.

Heckemeyer, J. H. et Overesch, M., 2013, « Multinationals' profit response to tax differentials: Effect size and shifting channels », *ZEW Discussion Papers,* 13-045.

Lignereux B., 2017, *Le principe de territorialité de l'impôt sur les sociétés*, Rapport particulier au CPO.

Mirrlees J. *et al*., 2011, *Tax by design*, chapitre 17 à 19, IFS.

OECD, 2007, « Foundamental Reform of the Corporate Income Tax », *Technical Report*, 16.

———, 2012, *Dealing Effectively with the Challenges of Transfer Pricing*.

———, 2013, *Lutter contre l'érosion de la base d'imposition et le transfert de bénéfices*.

Serana F, Th. Hemmelgran et G. Nicodème, 2012, « The Debt-Equity Tax Bias: consequences and solutions », *Working Paper, European Commission*.

Simula L. et Trannoy A., 2009, « L'incidence de l'impôt sur les sociétés », *Revue Française d'*Économie, 24.

Tax Justice Network, 2015, *Ten reasons to defend the Corporation Tax*.

Sorbe S., A. Johansson et O. Bieltved Skeie, 2017, « Dette et planification fiscale des multinationales », *Documents de travail du Département des Affaires économiques de l'OCDE*, n° 135.7

Sterdyniak H. *et al.*, 1991, *Vers une fiscalité européenne,* chapitre 7*,* Economica.

Vicard V., 2015, « Profit shifting through transfer pricing: Evidence from French firm level trade data », *Document de Travail Banque de France*, n° 555.

Voguet J., 2011, « Relocation of Headquarters and International Taxation », *Journal of Public Economics*, n° 95, pp. 1067-1081.

Partie V

L'EUROPE DU BIEN-ÊTRE ET DU CLIMAT

Construire une politique énergétique et climatique européenne cohérente **385**
Gissela Landa Rivera, Paul Malliet, Aurélien Saussay et Frédéric Reynès

Pour une Europe du bien-être **403**
Éloi Laurent

CONSTRUIRE UNE POLITIQUE ÉNERGÉTIQUE ET CLIMATIQUE EUROPÉENNE COHÉRENTE

Gissela Landa Rivera, Paul Malliet, Aurélien Saussay
Sciences Po, OFCE
Frédéric Reynès
OFCE, NEO – Netherlands Economic Observatory, TNO – Netherlands Organisation for Applied Scientific Research

---

L'Union européenne (UE) a acquis au cours des deux dernières décennies une position de leader dans la lutte contre le changement climatique. Cependant, malgré les progrès significatifs réalisés en matière de réduction des émissions de gaz à effet de serre (GES) au cours de cette période, l'efficacité du pilotage de la politique climatique et énergétique au niveau de l'UE demeure insatisfaisante. Dans cet article, nous nous efforçons d'identifier le rôle que l'UE peut jouer pour faciliter la mise en œuvre de politiques de transition énergétique ambitieuses. Tout d'abord, si la gestion des projets liés à la transition énergétique est généralement mieux adaptée au niveau local ou national, le niveau européen reste le plus approprié pour collecter des fonds ou piloter des infrastructures transnationales de réseaux d'énergie et de transport. Ceci est mis en évidence par une analyse des projets financés par le Fonds européen pour les investissements stratégiques (EFSI). Deuxièmement, au-delà des objectifs au niveau de l'UE, la coordination entre les États membres sur la définition de leurs infrastructures énergétiques est essentielle. Un déploiement réussi des énergies renouvelables nécessite un haut niveau d'intégration pour surmonter les difficultés liées à l'intermittence. Des stratégies opposées peuvent avoir des effets négatifs, ralentir la tendance actuelle des investissements dans les capacités renouvelables et empêcher ainsi l'UE de respecter les engagements déterminés par ses États membres au niveau national (Intended Nationally Determined Contributions, INDC). La coordination entre les politiques énergétiques nationales devrait être assurée au niveau de l'UE, qui pourrait associer plus efficacement les différentes sources de financement, constituer un marché de capacité et même définir une politique commune de la taxe carbone à côté du système d'échange de quotas d'émissions (Emissions Trading System, ETS). Enfin, la conception des politiques d'atténuation du changement climatique devrait mettre davantage l'accent sur les bénéfices commerciaux potentiels que l'UE peut tirer de sa position de leader dans ce domaine. La quasi-disparition de l'industrie photovoltaïque européenne face à leurs concurrents chinois devrait faire prendre conscience aux autorités européennes que

l'avantage actuel est fragile. Malgré une position significative de leader dans de nombreux domaines de lutte contre le changement climatique, les dividendes économiques dont l'UE pourrait profiter ne sont pas assurés par les politiques actuellement mises en œuvre. Il s'agit notamment d'aller au-delà de la recherche en R&D en consacrant davantage d'efforts à la commercialisation de produits et technologies innovants liés à la transition énergétique.

Mots clés : Transition énergétique, Union européenne, R&D, politique énergétique, politique climatique, Budget européen; coordination des politiques; taxe carbone; compétitivité; énergies renouvelables, macroéconomie; cadre financier pluriannuel, Fonds européen pour les investissements stratégiques (EFSI), Plan Juncker, Politique de cohésion de l'UE.

Dès le début des années 1990, avec la proposition de la Commission européenne de créer une taxe carbone et la signature du Protocole de Kyoto en 1997, l'Union européenne (UE) a clairement pris une position de leader dans la lutte contre le changement climatique. Ses efforts diplomatiques constants ont contribué à la signature de l'Accord de Paris en décembre 2015. Lors de la COP 21, les principaux pays émetteurs de gaz à effet de serre (GES) ont accepté de mettre en œuvre des mesures ambitieuses de réduction des émissions à même de limiter d'ici la fin du siècle la hausse du niveau global des températures par rapport au niveau préindustriel, en dessous des 2°C, et si possible à 1,5°C. Un objectif aussi ambitieux implique d'atteindre la neutralité carbone au niveau mondial entre 2055 et 2070 (UNEP 2014).

Au-delà de leurs efforts diplomatiques, les États membres de l'UE ont pris des mesures concrètes pour réduire leurs émissions de GES. Celles-ci ont diminué de plus de 20 % depuis 1990, faisant apparaître un découplage entre la croissance économique de l'UE et celle des émissions de GES, même si 2017 semble marquer un arrêt avec des émissions UE en hausse de 1,6 %[1]. Bien que préconisés et ratifiés par l'UE, les objectifs définis dans l'accord de Paris restent ambitieux pour ses États membres, qui doivent mettre en œuvre un changement rapide et conséquent dans la structure de leur offre et de leur demande d'énergie.

La politique climatique européenne volontariste s'explique également par les bénéfices directs attendus. En plus des avantages environnementaux, la transition vers un système énergétique soutenable contribue à la sécurité énergétique européenne puisque le vieux

1. http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Greenhouse_gas_emission_statistics

continent dispose de peu de ressources en combustibles fossiles. Cette transition est aussi un outil qui favorise les activités économiques locales et qui a donc un effet positif sur l'économie européenne. Malgré ces avantages, l'UE éprouve des difficultés à mettre en œuvre une politique climatique parfaitement cohérente. Son leadership sur la scène climatique mondiale semble aussi en recul si l'on considère que l'accord bilatéral entre les États-Unis et la Chine a joué un rôle clé dans la conclusion de l'Accord de Paris. Comme nous le verrons, un obstacle important provient du fait que la plus grande partie de la transition énergétique prend forme au niveau des États membres et non au niveau de l'UE. Cette gouvernance à plusieurs niveaux génère souvent des incohérences entre les objectifs climatiques généraux et leur mise en œuvre effective.

La section 1 fournit une illustration quantitative des différents niveaux de gouvernance gérant les projets de transition énergétique à travers l'analyse des projets financés par le Fonds européen pour les investissements stratégiques (FEIS). La section 2 étudie comment l'UE pourrait apporter plus de cohérence dans ses actions en faveur du climat. En plus de résoudre l'ambiguïté actuelle entre les priorités politiques et budgétaires de l'UE, cette dernière pourrait jouer un rôle moteur de coordinateur en utilisant ou en améliorant les instruments dont elle dispose. La section 3 se concentre sur les perspectives industrielles de l'UE sur les nouveaux marchés liés à la transition énergétique. Elle s'interroge sur la manière dont la politique climatique pourrait soutenir l'avantage concurrentiel de l'UE qui est réel mais encore fragile.

1. Les multiples niveaux de gouvernance de la transition énergétique

Réaliser la transition énergétique dans l'Union européenne nécessite des investissements importants dans de nombreux secteurs économiques. Ces investissements s'étalent sur plusieurs décennies et peuvent être classés en trois catégories (Commission européenne 2017c) :

— Production et distribution d'énergie (énergies renouvelables et amélioration des réseaux électriques) ;

— Rénovation du capital existant (bâtiments et installations industrielles en particulier) ;

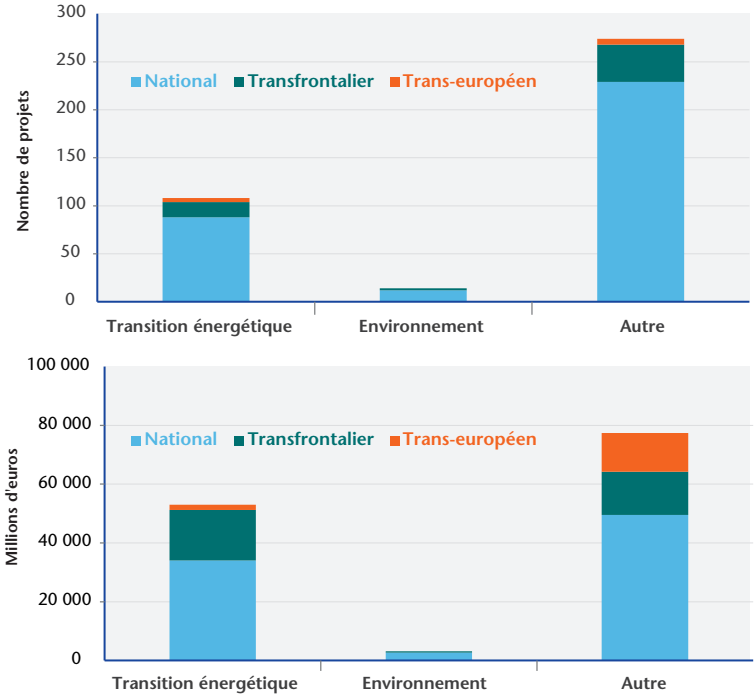
— Infrastructures de transport (transport ferroviaire interurbain et transport public urbain).

Les projets correspondant à ces catégories recouvrent des périmètres géographiques très différents, du niveau local au transcontinental. En effet, si l'amélioration de l'efficacité énergétique dans les bâtiments résidentiels est fondamentalement une entreprise locale, la construction d'interconnexions entre réseaux électriques peut impliquer plusieurs pays et organismes de régulation. Par conséquent, le choix du niveau de gouvernance le plus approprié est à définir en fonction du type de projet, au niveau urbain, régional, national ou européen. Le rôle de l'UE dans la mise en œuvre de la transition énergétique est à la fois défini et contraint par cette diversité des périmètres géographiques.

À l'exception des infrastructures de réseau dans les secteurs de l'énergie et des transports, la plupart des projets énumérés ci-dessus sont de nature locale. Une analyse géographique des projets liés à la transition énergétique financés par le Fonds européen d'investissements stratégiques (EFSI) permet de le vérifier. L'EFSI est un fonds d'investissement créé en commun par la BEI et le FEI. Il s'agit du principal pilier du plan d'investissement pour l'Europe lancé en 2015 pour tenter de combler le déficit d'investissement observé dans l'UE depuis le début de la crise financière de 2008. Dans la phase de conception de l'EFSI, la Commission européenne a organisé un appel à projets concernant les principaux secteurs prioritaires de l'UE – y compris la lutte contre le changement climatique. La liste des transactions de l'EFSI offre donc un aperçu assez complet des projets actuels et futurs liés à la transition énergétique en Europe.

Une liste complète des 396 projets financés par l'EFSI – qui avaient été signés ou approuvés le 1er juin 2018 – est classée selon deux dimensions. En premier lieu, le projet est considéré comme national, transfrontalier (impliquant deux ou plusieurs pays membres) ou européen (concernant tous les États membres de l'UE). Deuxièmement, l'objectif principal du projet est identifié, selon une catégorisation large (transition énergétique, environnemental ou autre) puis plus détaillée (par exemple énergie éolienne, modernisation des bâtiments résidentiels, efficacité énergétique industrielle, etc.). Les résultats de cette analyse sont présentés ci-dessous.

Graphique 1. Nombre et valeur des projets de l'EFSI par secteur et champ d'application géographique

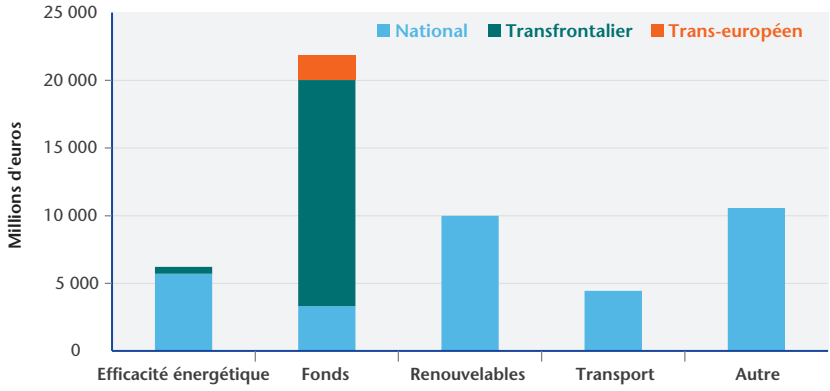


Source : auteurs.

31 % des projets signés ou approuvés dans le cadre de l'EFSI sont liés à l'e vironnement, dont 27 % concernent la transition énergétique proprement dite. La grande majorité d'entre eux (81 %) ont une portée nationale, bien que cela ne soit pas caractéristique des projets de transition énergétique. Ce constat doit être nuancé au regard de la valeur des projets financés : la part de la valeur des projets ne concernant qu'un unique pays dans le total financé n'est que de 64 %. Néanmoins, dans l'une ou l'autre de ces deux mesures, très peu de projets concernent l'UE dans son ensemble.

L'analyse de la nature des projets financés révèle toutefois que 97 % de la valeur des projets transfrontaliers liés à la transition énergétique concerne en fait des fonds d'investissement qui sont eux-mêmes consacrés au financement de la transition énergétique. Ces fonds mettent en œuvre des montages financiers destinés à soutenir les investissements dans la transition énergétique. L'EFSI ne finance pas directement de véritables projets physiques mais finance un autre financeur.

Graphique 2. Valeur des projets de transition énergétique de l'EFSI par domaine d'intervention et portée géographique



Note : « Fonds » désigne des fonds d'investissement mis en place pour soutenir la transition énergétique, qui reçoivent eux-mêmes un soutien financier de l'EFSI ; l'efficacité énergétique comprend les rénovations résidentielles et l'efficacité énergétique industrielle ; les énergies renouvelables regroupent l'éolien, l'énergie solaire et le biogaz ; les transports comprennent le rail et les transports publics ; « autres » inclue en particulier les réseaux électriques et les compteurs intelligents.
Source : auteurs.

Ce dernier graphe confirme le caractère local de l'écrasante majorité des investissements de transition énergétique. À l'exception d'un projet visant à améliorer l'efficacité énergétique en Europe, tous les projets physiques financés par l'EFSI sont circonscrits à un seul État membre.

Cette analyse illustre combien l'UE n'est pas la mieux placée pour diriger des projets de transition énergétique. Ces derniers sont mis en œuvre, et donc sont mieux supervisés, au niveau local. Mais cela ne signifie pas que le niveau européen n'a pas sa place dans le soutien à la lutte contre le changement climatique dans ses États membres. Au contraire, l'UE peut contribuer à l'un des aspects essentiels de la transition énergétique : son financement. En tirant parti des effets d'agrégation, les organismes publics au niveau européen peuvent lever des fonds à moindre coût et de manière plus efficace que des organisations nationales distinctes. Ainsi, si la mise en œuvre de projets de transition énergétique bénéficierait certainement d'une gouvernance à la mesure de leur dimension géographique et de leur localisation, leur financement peut bénéficier d'une coordination à l'échelle européenne. Si la mobilisation de capitaux à moindre coût au niveau européen peut s'appliquer à tout type d'investissement, l'intensité capitalistique de la plupart des projets de transition énergétique (les capacités électriques renouvelables, la modernisation des bâtiments ou

encore les infrastructures de transport public par exemple) la rend particulièrement pertinente dans ce cas particulier.

À cet égard, l'EFSI offre un exemple intéressant de ce que l'UE pourrait réaliser pour augmenter le financement disponible pour la transition énergétique. L'horizon temporel du fonds a déjà été prolongé de 2018 à 2020, portant son objectif de 300 milliards d'euros de projets cofinancés à 500 milliards d'euros pour l'ensemble des secteurs. Toutefois, le fonds pourrait apporter une contribution encore plus importante en finançant des projets légèrement plus risqués dans le domaine du changement climatique. Ceci permettrait de tirer parti du soutien financier que le niveau européen peut apporter aux projets qui en ont le plus besoin.

Si la question du financement reste évidemment prépondérante à la mise en œuvre d'une transition énergétique globale, celle de la coordination des politiques publiques entre les différents États membres est sans doute encore plus déterminante. Or l'articulation entre les différents niveaux de décision est encore trop peu effective pour amorcer une dynamique de transition suffisante, que ce soit pour l'harmonisation des politiques énergétiques nationales entre elles, ou pour de la mise en cohérence des choix d'investissements économiques européens avec les objectifs climatiques affichés.

2. Plus de cohérence dans les politiques climatiques européennes

2.1. *Priorités politiques* versus *priorités budgétaires*

Si les États-membres gèrent la mise en œuvre effective de la transition énergétique, la lutte contre le changement climatique n'en demeure pas moins une priorité claire dans l'agenda politique européen comme en témoigne les publications régulières de la Commission européenne sur ce sujet. À titre d'exemple, on peut citer le livre vert intitulé *A European Strategy for Sustainable, Competitive and Secure Energy* (European Commission 2006),ou les communications intitulées « An energy policy for Europe » (European Commission 2007) et « A policy framework for climate and energy in the period from 2020 to 2030 » (European Commission 2014). Ces documents identifient les principaux défis et priorités en matière de politiques énergétiques et climatiques, qui reposent sur trois piliers :

1. la lutte contre les changements climatiques en réduisant de manière substantielle les émissions de GES liées à l'énergie ;
2. l'amélioration de la sécurité énergétique en réduisant la dépendance vis-à-vis des sources d'énergie extra-européennes importées ;
3. la perspective de bénéficier des dividendes économiques positifs de la transition énergétique grâce à l'augmentation de l'activité générée par les investissements d'économies d'énergie, les créations d'emplois connexes et la réduction de la vulnérabilité vis-à-vis de la volatilité et de la tendance haussière des prix de l'énergie.

Bien que ces engagements politiques généraux pour la politique climatique soient volontaristes, plusieurs rapports et études ont montré que leur mise en œuvre réelle dans les politiques existantes est encore limitée (par exemple, Kok et de Coninck, 2007 ; Medarova-Bergstrom *et al.*, 2011). Une première raison est que le budget de l'UE est relativement faible puisqu'il représente environ 1 % du revenu national brut de ses États membres et seulement environ 2 % des dépenses publiques de l'UE. De plus, cette part a diminué au fil du temps.

Néanmoins, avec environ 20 % du budget total de 1 000 milliards d'euros alloués à l'action climatique pour la période 2014-2020 (European Commission 2017c), le budget de l'UE semble ambitieux et aligné sur les priorités politiques. Dans le même temps, une grande partie des fonds est allouée à des secteurs qui contribuent largement aux émissions de GES, en particulier l'agriculture, les transports et le logement.

En théorie, les fonds liés à la politique de cohésion (Fonds de cohésion, Fonds européen de développement régional et Fonds social européen) ont pour objectif de promouvoir le « passage à une économie sobre en carbone ». Mais dans la pratique, une grande partie de ces fonds est contrôlée par les États membres et allouée aux infrastructures fortement intensives en émissions. Par exemple, 930 millions d'euros des Fonds structurels 2014-2020 sont affectés au financement des infrastructures de gaz naturel. Dans certaines régions, les ménages reçoivent des fonds de l'UE pour remplacer leurs anciennes chaudières au charbon par des systèmes certes plus récents mais toujours à base de charbon. La politique agricole commune (PAC) soutient encore largement l'agriculture intensive. Le financement de la politique de cohésion de l'UE dans le secteur des transports est forte-

ment orienté vers les infrastructures de transport et d'énergie fortement intensive en carbone. Les investissements dans les infrastructures routières sont deux fois plus importants que ceux dans les solutions de mobilité à faible émission et seulement 7 % est alloué à efficacité énergétique, aux énergies renouvelables, à la distribution d'électricité, au stockage et aux réseaux intelligents.

Des incohérences similaires avec les priorités politiques officielles apparaissent aussi pour les fonds gérés de manière centralisée par la Commission européenne. Par exemple, le mécanisme pour l'interconnexion en Europe (Connecting Europe Facility, CEF), qui est le plus important fonds d'investissement dans l'énergie, les transports et les technologies de l'information et de la communication (TIC), a alloué 1,1 milliard d'euros aux projets gaziers au cours de la période 2014-2018. C'est plus du double du montant alloué aux projets d'interconnexion électrique.

Indépendamment des problèmes de cohérence rencontrés par la gouvernance climatique européenne, les investissements liés à la transition énergétique restent limités – comme l'ensemble des investissements publics européens – par le respect des critères budgétaires de Maastricht. Ces investissements pourraient au contraire faire l'objet d'une « règle d'or » budgétaire : la dette publique contractée pour assurer leur financement serait alors exclue du périmètre des règles de stabilité budgétaire européenne. Cette seule modification du Pacte de stabilité et de croissance permettrait une participation bien plus importante des acteurs publics nationaux au financement de la transition énergétique au sein de l'Union.

La politique de changement climatique est déterminée par plusieurs niveaux de gouvernance (UE, État membre, région et collectivités locales). Cela représente un défi majeur pour l'intégration des politiques et le développement d'un cadre de politique climatique cohérent. Une première étape vers une politique climatique européenne plus cohérente serait d'aligner les priorités budgétaires sur les principaux objectifs politiques. Comme préconisé par le groupe d'experts sur le financement durable (European Commission 2017a), le prochain cadre financier pluriannuel (CFP) 2021-2027 offre une bonne opportunité de modifier les critères régissant l'allocation des fonds européens afin d'augmenter le niveau de alignement de la politique de l'EU vis-à-vis du critère climatique au-dessus des 20 % actuels. Une première version du CFP a été présentée par la CE le 2 mai 2018[2]. Avec 1 300 milliards

d'euros (1,14 % du revenu national brut de l'UE), il apparaît comme un compromis entre la demande du Parlement européen d'augmenter les dépenses de l'UE à 1,3 % du revenu national brut de l'UE et l'opposition des Pays-Bas, de la Suède, du Danemark et de l'Autriche à toute augmentation. Compte tenu des nombreuses critiques exprimées par les États membres sur la version actuelle du budget[3], on peut déjà s'attendre à des négociations longues et laborieuses. Au-delà du montant, il est important que ces négociations portent aussi sur l'adaptation des conditions de financement afin de résoudre l'écart actuel entre les priorités politiques déclarées de l'UE et les priorités budgétaires observées dans les faits. Mais l'aboutissement d'un tel changement de perspective restent encore largement incertain.

2.2. Renforcer et harmoniser les instruments des politiques climatiques et énergétiques européennes

Dans l'état actuel, le budget de l'UE n'est pas suffisant pour atteindre les objectifs climatiques, mais il peut jouer un rôle plus important dans la coordination entre les politiques nationales et européennes, qui souffrent d'un manque de cohérence. La coordination entre les politiques énergétiques nationales devrait être assurée au niveau européen, en définissant des instruments communs et non contradictoires. Les politiques européennes sur le climat et l'énergie utilisent différents instruments politiques visant à modifier les incitations économiques afin d'influencer le comportement des acteurs et qu'ils réduisent leurs émissions de GES. L'UE dispose principalement de trois types d'instruments : la réglementation, la taxation et le système d'échange de quotas d'émissions, qui peuvent être classés en deux groupes (Gorlach 2013) :

— Instruments réglementaires : il s'agit des réglementations fondées sur la contrainte, obligation d'information (rapport d'évaluation), soutien technologique, élimination des barrières financières et de l'information sur les technologies vertes et approche volontaire ;

2. http://ec.europa.eu/budget/mff/figures/index_en.cfm, http://ec.europa.eu/regional_policy/cs/policy/evaluations/data-for-research/
3. https://www.euractiv.com/section/future-eu/news/commissions-realistic-budget-criticised-by-member-states/?utm_term=Autofeed&utm_campaign=Echobox&utm_medium=Social&utm_source=Twitter#link_time=1525276571

— Instruments économiques : cela concerne principalement les taxes, l'échange de droits d'émission et l'élimination des mesures entraînant des effets pervers.

Bien que l'UE soit sur la bonne voie pour atteindre ses objectifs de réduction de ses émissions de GES d'ici 2020, le respect des engagements pour la décennie suivante n'est toutefois pas assuré dans un contexte de reprise économique. De nouveaux besoins de consommation et l'absence de consensus sur la mise en œuvre des instruments ambitieux entre les États membres pourraient empêcher l'UE d'atteindre ses objectifs de long terme (réduction de 80 à 95 % de ses émissions de gaz à effet de serre, en application de l'Accord de Paris). Il existe par exemple des politiques énergétiques opposées dans un certain nombre de pays, notamment en Allemagne, où la transition énergétique a été motivée par sa décision d'abandonner et de remplacer l'énergie nucléaire en augmentant la part des énergies renouvelables. Mais cela ne suffit pas à compenser une production importante de charbon qui pourrait entraîner une augmentation des émissions de CO2 dans l'UE après 2020. Dans cette situation, l'Allemagne risque de ne pas atteindre son objectif de réduction des émissions de GES de 40 % d'ici 2020 (Hedberg, 2017).

Des stratégies contradictoires peuvent avoir des effets négatifs, ralentir la tendance actuelle des investissements dans les capacités renouvelables et donc empêcher l'UE de respecter les engagements définis dans les INDC de ses États membres. Le rôle de l'UE est de fournir les signaux nécessaires, en s'appuyant sur une feuille de route spécifique sur la trajectoire de réduction des émissions de chaque secteur d'activité (transports, énergie, industrie, construction, agriculture, etc.) incluant des politiques nationales cohérentes avec l'Accord de Paris pour 2050. Ce type d'instrument devrait être inclus dans le débat sur le paquet[4] *une énergie propre pour les Européens* présenté par la Commission européenne et actuellement en négociation au Parlement européen.

Les mesures de l'UE pour augmenter le coût des émissions sont largement considérées comme le meilleur moyen de parvenir à la décarbonisation de l'économie, pourtant elles ont mis en évidence des difficultés de réalisation en raison de l'opposition de certains États membres tels que la Pologne et les États membres les plus dépendants

4. https://ec.europa.eu/energy/en/topics/energy-strategy-and-energy-union/clean-energy-all-europeans

des énergies fossiles. La révision en cours de la directive sur la taxation de l'énergie[5] et la prochaine proposition du budget de l'UE 2021-2027 offrent une excellente occasion d'augmenter les niveaux actuels de taxation appliqués aux carburants, aux combustibles de chauffage et à l'électricité afin d'être en cohérence avec les engagements climatiques à moyen-long terme de l'UE.

Le système européen d'échange de quotas d'émission (EU-ETS) est le plus ancien et le plus important système d'émission. Sa mise en œuvre en trois phases de 2005 à 2020 est peu concluante, en raison de l'absence d'incitations pour diminuer les GES – notamment à cause du trop faible prix atteint sur le marché carbone européen, ne permettant pas, par exemple, de décourager l'utilisation de centrale au charbon. Ce prix a stagné autour de 5-10 € pour les deux dernières années. Toutefois on observe une évolution à la hausse liée à l'anticipation des réductions des quotas de carbone pour la période 2019-2023, avec un prix qui a augmenté à plus de 18 euros en août 2018. La tonne de carbone pourrait se rapprocher de 40 euros d'ici 2023, selon les prévision de l'étude Carbon Tracker (Lewis 2018). La récente réforme de l'EU-ETS (phase IV, 2021-2028) permet une amélioration de la réduction de quotas excédentaires, notamment avec la création de *la réserve de stabilité du marché* qui sera opérationnelle à compter du 1er janvier 2019, mais qui pourrait être sans effet significatif sur le prix en cas de chocs non anticipés déstabilisant le marché et se traduisant par une retombée du prix (Quemin et Trotignon, 2018). En l'état, cette réforme permet seulement un quart des réductions de CO2 nécessaires pour atteindre l'objectif de l'Accord de Paris.

Dans ce contexte, la mise en œuvre d'un prix plancher du carbone dans l'EU-ETS pourrait permettre une décarbonisation plus efficace. Cependant, dans la situation actuelle d'impasse politique, un prix minimum du carbone pourrait être envisageable au niveau national ou entre les pays voisins désireux de le rejoindre, alternative soutenue par le gouvernement français. Une coalition d'États membres volontaires pourrait être formée avec la France, les Pays-Bas, le Royaume-Uni et la nouvelle administration allemande, et élargie au fil du temps. Mais la réaction négative de l'Allemagne en août 2018 concernant la proposition de la Commission européenne favorable à une ambition climatique renouvelée montre les difficultés à mettre en œuvre une telle coalition.

5. https://ec.europa.eu/info/consultations/evaluation-eu-framework-taxation-energy-products-and-electricity_en

Si les instruments de fiscalité carbone sont effectivement des leviers efficaces dans l'orientation générale de l'économie vers une réorientation de la demande vers des activités moins émettrices, la question de l'importance de l'évolution du tissu productif européen est aussi centrale, que ce soit pour développer les technologies nécessaires à la décarbonisation, mais également pour doter l'UE d'entreprises compétitives opérantes sur l'ensemble des segments d'activité de la transition énergétique, et qui puissent disposer de la taille critique suffisante pour se positionner comme des acteurs mondiaux de ce changement.

3. Faire de l'industrie européenne un acteur de premier plan dans la transition énergétique

Au-delà des considérations strictement budgétaires, la transition énergétique se révèle également être à la fois un défi et une opportunité de développement économique. L'adaptation de nos infrastructures qui se sont développées autour de l'usage des ressources fossiles nécessitera un certain nombre de nouvelles technologies qui représentent autant d'opportunités économiques. Toutefois, et malgré l'ambition de sa politique climatique, l'UE n'a pas encore réussi à capitaliser sur ces positions afin que ce rôle politique se traduise en termes de compétitivité.

3.1. Apprendre des erreurs passées : l'expérience des panneaux photovoltaïques

Bien qu'ayant été à l'avant-garde de la lutte contre le changement climatique depuis plusieurs décennies, l'Europe a fait l'expérience ces dernières années d'un retournement brutal dans l'industrie de fabrication de panneaux photovoltaïques (PV), précipité par la pression exercée par les compagnies chinoises sur les prix, laissant ces dernières dominer complétement le marché mondial.

Alors que la part de la Chine dans la production de PV était encore inférieure à 1 % en 2001, elle en représente désormais plus de la moitié. Parallèlement celle de l'Europe s'est effondrée et ne compte que pour moins de 4 % de la production mondiale en 2015. De manière concomitante, sa balance commerciale s'est fortement dégradée et connaît un déficit de près de 10 Mds d'euros sur le marché des composants solaires.

Cette domination récente de la Chine dans l'industrie des PV (qui par ailleurs a largement amplifié une dynamique continue de baisse des

coûts de production) a conduit les autorités européennes, la Commission européenne, à déclencher des mesures de rétorsions par l'imposition de tarifs douaniers sur les importations de panneaux solaires en juin 2013. Bien que moins de deux mois aient suffi pour amener l'UE et la Chine à signer un accord limitant les volumes d'importations sur les modules, ainsi que l'adoption d'un prix-plancher, cet exemple illustre les tensions commerciales qui peuvent apparaître sur des sujets stratégiques de la transition énergétique.

Cet événement souligne également la question de la coordination des politiques publiques entre différentes régions économiques du monde et dont les effets d'interactions sont restés largement non anticipés (Voituriez et Wang, 2015). Alors que le gouvernement chinois menait une politique d'offre de réduction des prix des panneaux solaires (en-deçà même de leurs coûts de production), l'Union européenne utilisait principalement des politiques de soutien à la demande (notamment par la garantie de tarifs de rachat) pour encourager le développement d'énergies renouvelables.

3.2. Le potentiel industriel en Europe

L'Europe est la région du monde qui investit le plus dans la Recherche & développement des énergies renouvelables (4,3 Mds d'euros en 2015, et dont 1,4 sont des dépenses publiques). C'est également le principal dépositaire de brevets dans les technologies d'atténuation du changement climatique (CCMT) (Rudyk *et al.*, 2015). Pour la période 1995-2011, 18 % des inventions CCMT étaient originaires d'Europe. Cette part monte même jusqu'à 36 % pour celles considérées comme « hautement valorisables ». De plus, selon le rapport *"Industrial Innovation for Competitiveness Initiative"* (I24C et CapGemini, 2016), l'UE détient une position dominante dans 3 des 11 champs d'innovation liés à l'énergie, et une position moyenne pour 8 d'entre eux.

Par exemple, l'industrie automobile, historiquement dominée par les pays développés, représente toujours une part importante de l'économie européenne avec environ 4 % du PIB total. Ce marché est actuellement traversé par plusieurs innovations de rupture (voiture autonome, développement du moteur électrique, technologie hydrogène, etc.) qui conduisent à une mutation profonde de ce marché. Cela peut bouleverser la hiérarchie actuelle des acteurs économiques qui le composent, voire même conduire à une disparition de fabricants historiques.

L'émergence de nouveaux acteurs industriels, venant d'horizon divers (compagnies technologiques, constructeurs issus de pays en développement), tout comme les avancées technologiques observées dans la mobilité autonome ou électrique préfigurent un nouvel environnement économique où les constructeurs automobiles européens devront s'adapter face à ces nouveaux défis.

Afin de réduire ce risque, la Commission européenne a créé le groupe de travail GEAR (High Level Group on the Competitiveness and Sustainable Growth of the Automotive Industry in European Union 2017) qui regroupe l'ensemble des acteurs économiques et institutionnels du secteur. Bien que cela ne soit qu'une étape préliminaire à la construction d'une stratégie industrielle effective, tout semble indiquer que la Commission européenne est prête à accompagner cette mutation par l'élaboration d'un cadre institutionnel favorable avec l'ensemble des parties prenantes de l'industrie automobile. Sécuriser et adapter une position industrielle dominante est sans aucun doute nécessaire pour préserver les intérêts économiques de l'UE, mais se révèle insuffisant dans l'optique de faire de l'Europe un champion industriel de la transition énergétique. Plusieurs technologies (comme l'efficience énergétiques des bâtiments, les réseaux intelligents ou le stockage d'énergie), attendues comme centrales dans la mise en œuvre d'une décarbonisation progressive de notre économie, sont encore au stade expérimental, ou au mieux au début d'une phase de commercialisation. Dans le cycle de l'innovation, des succès précoces ne se traduisent pas nécessairement par des gains à long terme. Faciliter l'accès aux capitaux privés, par le développement de mécanismes de réduction du risque, ou par une garantie des prêts, serait un moyen pour les autorités européennes de favoriser l'émergence d'acteurs économiques performants de la transition énergétique, tout comme d'accélérer le déploiement des CCMT

4. Conclusion

La grande majorité des investissements dans la transition énergétique est menée au niveau local et national, ce qui limite naturellement le rôle de l'UE. Toutefois, pour des projets spécifiques d'infrastructure de réseau – en particulier les interconnexions électriques à longue distance – l'UE offre le seul niveau de gouvernance pertinent. Plus important encore, tirer parti des effets d'échelle peut faire de l'UE un

outil puissant pour augmenter le financement à faible coût de la transition énergétique, comme le montre l'EFSI.

Deuxièmement, l'UE peut fournir une plate-forme pour améliorer la coordination entre les politiques énergétiques de chaque État membre. La transition vers un mix énergétique bas en carbone nécessite la coopération des pays européens et, dans une certaine mesure, de synchroniser la vitesse de décarbonisation de l'offre d'énergie. Cela ne peut être accompli que grâce à une coordination assurée par l'UE. Dans le même ordre d'idées, la CE devrait améliorer la cohérence entre les priorités politiques et budgétaires de l'UE en matière de transition énergétique.

Enfin, le leadership actuel de l'Europe en matière de R&D pour les activités liées à la transition énergétique ne devrait pas être considéré comme un avantage perpétuel, qui assurerait le développement durable des entreprises nationales. Afin de faire de la transition énergétique une voie inclusive et orientée vers la croissance, il est nécessaire que les États membres et les institutions européennes coordonnent les politiques économiques à l'intérieur de leurs frontières, mais aussi avec le reste du monde. Afin de garantir le leadership européen dans les activités de R&D et de récolter les fruits commerciaux des politiques européennes ambitieuses en matière de changement climatique, l'UE devrait accroître son soutien à la phase de déploiement de ces nouvelles technologies.

Afin de rendre crédible cette volonté affichée de l'Union européenne de construire une économie européenne post-carbone, il est essentiel que le volume[6] et la nature des investissements renforcent cette dynamique. Or actuellement, seulement 31 % des projets financés dans le cadre de l'EFSI sont véritablement relatifs à la transition énergétique, là où le seuil des 50 % apparaît comme un minimum pour envoyer un signal clair d'une orientation franche vers la décarbonisation de nos sociétés.

Références

European Commission, 2006, *Green Paper. A European Strategy for Sustainable, Competitive and Secure Energy*, Bruxelles.

6. Le taux d'investissement des acteurs privés restait encore en 2017 à un niveau inférieur de 1,2 point de pourcentage à sa moyenne 1995-2004 (European Commission 2017b), ce qui représente plus de 180 milliards d'euros constants.

European Commission, 2007, *An Energy Policy for Europe. Communication from the Commission to the European Council and the European Parliament, Publication Office of the European Union*, pp. 1-28.

European Commission, 2014, *A Policy Framework for Climate and Energy in the Period from 2020 to 2030*, doi:COM(2014) 15 final COMMUNICATION.

European Commission, 2017a, *Interim Report - Financing a Sustainable European Economy*, Bruxelles.

European Commission, 2017b, « Investment in the EU Member States: An Analysis of Drivers and Barriers », vol. 8014.

European Commission, 2017c, « Reflection Paper on the Future of European Defence », *European Commission COM* 315.

Gorlach B., 2013, « What Constitutes an Optimal Climate Policy Mix? Defining the Concept of Optimality, Including Political and Legal Framework Conditions », n° CECILIA2050 WP1 Deliverable 1.1.

Hedberg A., 2017, « Germany ' s Energy Transition?: Making It Deliver », octobre.

High Level Group on the Competiteness and Sustainable Growth of the Automotive Industry in European Union, European Commission, 2017, « Gear 2030 ».

I24C et CapGemini, 2016, *Scaling up Innovation in the Energy Union to Meet New Climate, Competitiveness and Societal Goals—Scoping the Future in Light of the Past*.

Kok M. T. J. et H. C. de Coninck, 2007, « Widening the Scope of Policies to Address Climate Change: Directions for Mainstreaming », *Environmental Science & Policy,* vol. 10, n° 7-8, Elsevier, pp. 587-599.

Lewis Mark C., 2018, « Carbon Countdown », août.

Medarova-Bergstrom K., A. Volkery, P. Schiellerup, S. Withana et D. Baldock, 2011, *Strategies and Instruments for Climate Proofing the EU Budget*, Bruxelles.

OFCE, IMK et ECLM, 2014, *Independent Annual Growth Survey 2014*.

Quemin S. et R. Trotignon, 2018, *Marché carbone européen: les impacts de la réfome et de la r*éserve *de stabilité à l'horizon 2030*, Chaire Economie du Climat.

Rudyk I., G. Owens, A. Yolpe, R. Ondhowe et A. Dechezleprêtre, 2015, *Climate Change Mitigation Technologies in Europe - Evidence from Patent and Economic Data*, Bruxelles.

UNEP, 2014, *The Emissions Gap Report*.

Voituriez T. et X. Wang, 2015, « Real Challenges behind the EU – China PV Trade Dispute Settlement », *Climate Policy, n°* 3062 (décembre).

POUR UNE EUROPE DU BIEN-ÊTRE

Éloi Laurent
Sciences Po, OFCE

L'Union européenne a deux bonnes raisons d'embrasser la transition vers le bien-être et la soutenabilité : d'une part, elle s'est historiquement construite comme un pouvoir normatif et post-matérialiste ; d'autre part, dans le contexte géopolitique actuel, elle doit prendre son « destin en main » et inventer un modèle original et robuste de développement. Cette transition vers le bien-être a un sens précis : au lieu de la croissance, les décideurs devraient se préoccuper du bien-être (le développement humain), de la résilience (la résistance aux chocs, notamment écologiques) et de la soutenabilité (le souci du bien-être futur). Il existe à cet égard un véritable paradoxe européen en ce qui concerne les indicateurs de bien-être depuis la « grande récession » : d'une part, l'UE a tenté de capitaliser sur le mécontentement à l'égard de l'économie standard et de faire sien l'agenda « au-delà du PIB » qu'elle a contribué à lancer. D'autre part, les institutions européennes sont devenues encore plus rigides dans l'application de ses critères de finance publique. Cet article présente d'abord les enjeux de la transition du bien-être avant d'indiquer des voies possibles d'ancrage de cette transition dans les politiques publiques de l'Union européenne, à tous les niveaux de gouvernance. On peut de ce point de vue envisager au moins trois niveaux d'action pour inscrire les indicateurs de bien-être, de résilience et de soutenabilité dans les politiques publiques de l'Union européenne : le niveau européen, le niveau national et le niveau local. On peut de plus croiser ces niveaux de gouvernance avec trois lieux de l'action politique : la démocratie représentative, la démocratie réglementaire et la démocratie participative. Au niveau européen notamment, tout reste ainsi à faire pour intégrer les indicateurs de bien-être aux procédures budgétaires : l'UE pourrait concevoir et organiser, au cours du semestre européen, un débat au Parlement européen et dans tous les parlements des États membres, informé des indicateurs de bien-être et de soutenabilité, orienté par les valeurs européennes et les priorités nationales visant à déterminer les choix budgétaires au-delà des seuls critères de discipline fiscale.

Mots clés : bien-être, soutenabilité, PIB, indicateurs alternatifs.

Introduction : sortir de la schizophrénie des valeurs

L'Union européenne de 2018, affaiblie, divisée et en souffrance d'avenir, a au moins deux bonnes raisons de vouloir s'engager résolument dans la transition du bien-être. La première est historique : l'Europe est le continent où fut, à la fin du 19e siècle, inventé le bien-être comme objectif de politique publique avec les premières lois sur l'État-providence. La seconde est politique : l'Union européenne s'est définie depuis son origine (au début des années 1990) comme une puissance normative, post-matérialiste, qui entend dépasser les critères et les attributs traditionnels du pouvoir et de la souveraineté et œuvrer pour atténuer les crises écologiques.

Qu'est-ce que la transition du bien-être ? Elle découle d'une réalité qui peut s'énoncer simplement : les défis du 21e siècle ne peuvent pas être compris et encore moins résolus avec les indicateurs du 20e siècle tels que la croissance du produit intérieur brut (PIB), conçu au milieu des années 1930. Si les décideurs gouvernent avec des chiffres et des données, ils sont réciproquement gouvernés par eux. Ces données doivent donc être pertinentes. Ce n'est plus le cas du PIB. Cet indicateur ne nous dit en effet rien de pertinent de la crise de l'inégalité (le fossé croissant entre les nantis et les démunis) et la crise de la biosphère (la dégradation alarmante du climat, des écosystèmes et de la biodiversité qui menace le bien-être humain), qui sont pourtant les deux grandes crises du début du 21e siècle. Aucune de ces crises ne peut être analysée ou atténuée au moyen de la croissance (du PIB) simplement parce que le PIB n'a pas été conçu pour les mesurer.

L'accent mis depuis l'après-guerre sur la croissance conduit ainsi à des erreurs analytiques et politiques : les décideurs négligent les questions d'égalité et de répartition, confondant la croissance avec le progrès social et ils dégradent les écosystèmes pour des gains économiques à court terme, nuisant au bien-être humain tout en croyant l'améliorer. La politique économique finit par divorcer des aspirations des citoyens et des connaissances scientifiques. Mais il n'y a rien d'inévitable à cela : nous pouvons, en Europe notamment, changer ce que nous mesurons pour réformer ce que nous gouvernons en remettant le bien-être humain au centre de la politique économique à tous les niveaux de gouvernance (global, régional, national et local).

Le sens de la transition vers le bien-être est donc le suivant : au lieu de la croissance, les décideurs devraient se préoccuper du bien-être (le développement humain), de la résilience (la résistance aux chocs,

notamment écologiques) et de la soutenabilité (le souci du bien-être futur). Cela implique par exemple que la reprise mondiale actuelle, mesurée par l'augmentation du PIB dans de nombreuses parties du globe, importe peu en réalité car le PIB et la croissance n'ont pas été conçus pour mesurer et *a fortiori* préserver ou augmenter le bien-être humain, ils ne peuvent le favoriser que par accident.

C'est précisément ce qui a motivé l'Union européenne les 19 et 20 novembre 2007 à organiser à Bruxelles une conférence internationale visant à recenser les initiatives existantes alors dont le but affiché était de « dépasser le PIB » (« Beyond GDP »). Depuis dix ans, cet agenda, né il y a quarante ans (Nordhaus et Tobin, 1973), n'a cessé de prendre de l'importance dans le monde de la recherche et des politiques publiques[1].

Mais un paradoxe européen s'est fait jour, pour ne pas dire une véritable schizophrénie européenne des valeurs : d'une part, l'UE a tenté de capitaliser sur la montée en puissance de l'agenda « Au-delà du PIB » ; de l'autre, les institutions européennes sont devenues encore plus rigides dans l'application des critères dits de stabilité et de convergence, tous calculés en pourcentage du PIB. Ainsi, à partir de 2010, un an seulement après la publication de la communication « Le PIB et au-delà : mesurer le progrès dans un monde en mutation », la Commission européenne s'est échinée à faire respecter les ratios européens de finances publiques en période de récession, retardant de plusieurs années la reprise économique des États membres, imposant des conditions de vie dramatiques à la population grecque[2] et créant des tensions politiques périlleuses entre partenaires européens. Comme le montre l'exemple de l'UE depuis 2010, la démocratie finit par être mise en danger lorsque des décideurs accordent trop d'importance à des indicateurs trop étroits.

Cet article présente d'abord les enjeux de la transition du bien-être avant d'indiquer des voies possibles d'ancrage de cette transition dans les politiques publiques de l'Union européenne, à tous les niveaux de gouvernance.

1. Sur cet agenda, voir notamment Éloi Laurent (dir.), 2016, « Mesurer le bien-être et la soutenabilité », *Revue de l'OFCE,* n° 145, février, et Laurent (2018).
2. Voir A .Kentikelenis *et al.* (2014).

1. La transition du bien-être, au-delà du PIB

Pourquoi vouloir dépasser le PIB et la croissance ? Le PIB (produit intérieur brut), a été formalisé pour la première fois par Simon Kuznets en 1934 à la suite d'une demande du Congrès des États-Unis, dont les membres désiraient disposer d'un instrument de mesure agrégé et robuste susceptible de rendre compte de l'impact systémique de la crise de 1929. Le PIB mesure la production de biens et services échangés sur les marchés et monétarisés au cours d'une période donnée en comptabilisant les flux de revenus, de dépenses ou de valeur ajoutée. La croissance désigne l'augmentation du niveau du Produit intérieur brut à prix constants. Dès lors, PIB et croissance ne reflètent qu'une très faible part des déterminants du bien-être humain et en aucune façon la soutenabilité de ce dernier.

Le bien-être humain dépasse en effet de loin la consommation de biens et services marchands (il peut s'agir du bien-être individuel, la santé ou l'éducation d'un individu, mais aussi du bien-être collectif, par exemple la qualité des institutions ou le niveau des inégalités) et doit être apprécié en dynamique, sous une contrainte écologique de plus en plus forte au 21e siècle. C'est le sens de la notion de prospérité, qui vient du latin *prosperus* (favorable aux attentes), qui implique donc de projeter dans le temps le bien-être pour envisager le fait que dans dix, vingt ou cent ans, il reflète nos espérances.

Même pour des dimensions élémentaires du bien-être économique telles que le revenu et l'emploi, la pertinence du PIB comme instrument de compréhension et de pilotage des systèmes économiques peut être mise en doute.

Des travaux désormais abondants permettent de montrer que l'atteinte d'un objectif de croissance économique ne garantit nullement une répartition équitable des ressources et que celui-ci est donc totalement dépassé face à la crise contemporaine des inégalités.

Quantité d'études montrent ainsi l'écart béant qui s'est formé entre la croissance économique mesurée par le PIB et la progression du revenu des ménages. Dans le cas des États-Unis, on observe qu'au cours des cinquante dernières années, le PIB a crû de 260 % tandis que le revenu des ménages a augmenté de seulement 20 %, alors même que croissait la productivité du travail. C'est encore plus frappant pour la « reprise économique » censée avoir été amorcée en 2009, année au cours de laquelle le revenu des ménages a reculé tandis que la crois-

sance reprenait sa course dès 2010. Il a fallu quatre longues années pour que la croissance du PIB se traduise par une hausse du revenu médian, avant que celui-ci ne rechute en 2014 sans retrouver à ce jour son niveau de l'an 2000.

La prééminence économique des États-Unis parmi les pays développés apparaît au demeurant tout à fait douteuse dès lors que l'on substitue le revenu des ménages à la croissance. Comme l'ont montré les économistes travaillant alors pour le président Obama[3], le revenu réel moyen des 90 % des Américains les moins riches place le pays derrière le Canada, le Royaume-Uni, la France, l'Italie, l'Allemagne et le Japon dès le milieu des années 1970 et jusqu'à aujourd'hui[4]. De même, une comparaison de la richesse totale entre Américains et Français, une fois pris en compte les inégalités, le temps de loisir et l'état de santé, aboutit à une quasi-égalité entre les deux pays, alors que l'écart estimé à la lumière du seul revenu par habitant est de l'ordre de 40 % à l'avantage des États-Unis[5].

Le bien-être, c'est une évidence, ne se limite pas au revenu ou à l'inégalité de sa répartition : il est pluriel et comprend des dimensions aussi essentielles à l'existence humaine que la santé, l'éducation, le bonheur, les libertés publiques, la confiance ou encore la richesse de la vie sociale[6].

S'agissant de la santé, on peut raisonner par l'absurde, de nouveau à partir de l'exemple américain. Le Congressional Budget Office note ainsi dans un rapport récent[7] que l'abolition de l'*Affordable Care Act* (la réforme de la santé décidée par l'administration Obama en 2013) « augmenterait la croissance en augmentant l'offre de travail » et chiffre ce surcroît potentiel de croissance à 0,7 % sur la période 2021-2025. On touche ici, non pas aux limites techniques du PIB, mais à l'absurdité de sa logique sociale : supprimer une assurance-maladie rendue enfin accessible pour 15 à 20 millions d'Américains qui peuvent du coup diminuer leur offre de travail pour une qualité de vie meilleure

3. *Economic Report of the President,* 2015.
4. Accessible à l'adresse : https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/ERP-2015/pdf/ERP-2015-chapter1.pdf
5. Charles Jones & Peter Klenow, 2016, « Beyond GDP? Welfare Across Countries and Time », *mimeo:* http://klenow.com/Jones_Klenow.pdf
6. Pour une analyse des indicateurs de bien-être et de soutenabilité, voir É. Laurent et J. Le Cacheux, *Un nouveau monde économique. Mesurer le bien-être et la soutenabilité au XXIe siècle*, Paris, Odile Jacob, 2015.
7. Rapport accessible sur le site du CBO à l'adresse : https://www.cbo.gov/sites/default/files/114th-congress-2015-2016/reports/50252-Effects_of_ACA_Repeal_0.pdf

(car améliorée sur le plan de la santé et du temps personnel) serait « bonne pour la croissance » car ce retour en arrière obligerait les salariés à travailler davantage pour retrouver, à un tarif plus élevé, une assurance santé de moins bonne qualité. Le cas américain illustre de manière plus générale de quelle manière la croissance du PIB masque la réalité sociale : une étude récente d'Anne Case et Angus Deaton montre que pendant la période de croissance relativement forte de 1999 à 2013, un pan entier de la population américaine a vu sa santé se dégrader fortement conduisant à des taux de mortalité exceptionnellement élevés[8].

En élargissant la focale du bien-être aux enjeux collectifs, on constate aisément qu'une forte croissance économique peut voisiner avec des libertés civiles et des droits politiques en piteux état. L'exemple de la Tunisie au cours des années Ben Ali se montre sous cet angle riche d'enseignements : du milieu des années 1990 jusqu'en 2010, le pays a connu simultanément une forte croissance du PIB et une dégradation très marquée des libertés et des droits des citoyens. L'évolution de l'indicateur « Participation et responsabilité » de la Banque mondiale[9] dans les quinze années qui ont précédé le déclenchement du Printemps arabe sur le sol tunisien permet de suivre avec précision cette amputation du bien-être humain : alors que le pays se situait dans le dernier tiers des pays du monde en 1996 en matière de libertés, il régresse parmi les 10 % les moins libres en 2010 (l'indice en valeur absolue passant de -0,45 à -1,37, soit à peu près une division par trois). Or, sur cette même période, la croissance du PIB, régulière, fut de l'ordre de 5 % par an. À l'inverse, alors que la croissance du PIB a été faible et erratique depuis 2010, l'indice des libertés civiles et de droits politiques est revenu en territoire positif, témoignant des progrès considérables qui ont été accomplis en peu de temps, progrès sanctionnés par l'adoption d'une nouvelle Constitution en 2014 (tableau).

8. Anne Case et Angus Deaton, 2015, « Rising morbidity and mortality in midlife among white non-Hispanic Americans in the 21st century », *PNAS*, 112 (49), 15078-15083.

9. La variable « Voice and accountability » (que l'on peut traduire par participation des gouvernés et responsabilité des gouvernants) évalue le degré de participation des citoyens dans le choix de leurs gouvernants, la qualité de la liberté d'expression, d'association et de liberté de la presse : voir Worldwide Governance Indicators (WGI) :
http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home

Tableau. Les progrès de la jeune Révolution tunisienne (indice « voice and accountability »)

2010	-1,37
2011	-0,39
2012	-0,22
2013	-0,12
2014	0,03

Source : Governance Matters, Banque mondiale.

On le voit bien à la lumière de ces exemples, la croissance n'est ni nécessaire ni suffisante au bien-être. Le bien-être n'en découle pas mécaniquement, il y faut des politiques spécifiques, de santé, d'éducation, de participation civique, etc. La croissance n'est pas non plus, comme on le croit trop souvent, vitale au financement du bien-être : quantité de politiques de santé ne nécessitent pas d'augmenter la consommation ou la production de biens et services, mais supposent l'accès du plus grand nombre à des soins de qualité et à une médecine préventive, dont les coûts seront réduits d'autant (leur valeur marchande aussi : par son inefficacité, le système de santé américain génère des dépenses considérables, qui viennent gonfler artificiellement le PIB). La croissance n'est pas la condition du bien-être, elle en est bien plutôt la résultante.

On peut ainsi soutenir le point de vue exactement inverse au sens commun et montrer que c'est le développement humain[10] qui a permis et permet encore la croissance économique (des données récentes indiquent que sur l'ensemble du 20e siècle, la croissance du développement humain résulte surtout des progrès de la santé et de l'éducation, et dans une mesure bien moindre de l'élévation du revenu[11]). En outre, contrairement à une autre idée reçue et largement répandue, la croissance ne rapporte pas, elle coûte. C'est particulièrement net quand on considère les dégradations environnementales qu'elle engendre, à commencer par leur impact sur la santé humaine. Ceci conduit à aborder le bien-être dans sa dimension dynamique, évaluée par les indicateurs de résilience et de soutenabilité.

10. L'indice de développement humain agrège, à pondération égale, un indicateur de revenu, un indicateur d'éducation et un indicateur de santé.
11. Voir Leandro Prados de la Escosura, 2015, « World Human Development, 1870-2007 », *Review of Income and Wealth*, serie 61, n° 2, p. 220-247, juin.

Le développement humain ne vaut en effet à proprement parler rien, au sens de l'actualisation comptable, s'il ne peut être projeté dans le temps ni (ré)concilié avec la contrainte écologique. Les Parisiens sont aujourd'hui riches à tous égards mais le seront-ils encore demain, et pourront-ils jamais le redevenir si une crue centennale, hélas probable dans un avenir proche, ravage leur ville et leur région ? C'est l'enjeu de la résilience. Les Français sont aujourd'hui bien portants en regard d'autres citoyens du monde mais le seront-ils encore demain si leurs sols sont épuisés et leur eau polluée à force d'agriculture industrielle ? C'est l'enjeu de la soutenabilité.

C'est cette préoccupation qui anime un pays émergent comme la Chine, engagée depuis quelques années dans une transition vers un régime de développement moins destructeur de ses écosystèmes et qui a opté pour une réduction volontaire du taux de croissance de son PIB. La Chine est sans doute le pays en développement qui a le mieux compris la nécessité de sortir de l'hyper-croissance. Qu'a à perdre la Chine à sortir de l'hyper-croissance ? Peu de chose, en réalité, d'autant que sa décélération démographique est parmi les plus rapides du monde en développement[12]. En outre, la baisse de la pauvreté n'y est pas indexée sur la croissance (la pauvreté a été réduite par deux entre 1992 et 2002 alors même que le taux de croissance du PIB baissait continument, de 14 % à 8 %). Et l'hyper-croissance n'a pas réduit les inégalités : bien au contraire, elle les a fait exploser. Alors que le PIB par habitant était multiplié en moyenne par 14 entre 1990 et 2010, les trois premiers quintiles de la distribution ont vu leur part baisser dans le revenu national, et le quatrième a vu la sienne stagner au profit d'une forte augmentation du revenu des 20 % de Chinois les plus riches. À l'inverse, les dégâts de l'hyper-croissance sont désormais évidents dans le pays : 92 % de la population chinoise respire plus de 120 heures par an un air insalubre selon les normes internationales et la pollution atmosphérique (surtout les particules fines) causent la mort de 1,6 million de Chinois chaque année, soit 17 % de tous les décès[13]. C'est précisément ce qui a poussé le dirigeant Li Keqiang, alarmé par la multiplication des manifestations et des émeutes contre les dégradations environnementales, à déclarer le 12 mars 2014[14] :

12. Le taux de croissance annuel de la population chinoise est plus faible en 2015 que celui de la France, de moitié inférieur au taux mondial et représente seulement le 1/6e du taux de croissance démographique moyen du continent africain.
13. R. A. Rohde et R. A. Muller, 2015, « Air Pollution in China: Mapping of Concentrations and Sources », *PLoS ONE*, 10(8).

> La croissance du PIB ne nous intéresse pas […] La croissance que nous voulons, c'est celle qui apporte de réels progrès pour les personnes, qui contribue à rehausser la qualité et l'efficacité du développement économique, et qui contribue à la conservation de l'énergie et la protection de l'environnement.

Le 13e Plan quinquennal chinois (novembre 2015), intervenant après l'annonce du plan le plus ambitieux de réduction de la pollution atmosphérique à l'automne 2013, prend acte de cette transition vers la soutenabilité, en envisageant une « société de prospérité moyenne » pour 2020 et en fixant une nouvelle cible de croissance du PIB à 6,5 %, soit la moitié du taux de croissance atteint en 2008. Ce 13e Plan évoque une croissance « plus faible mais plus saine », et envisage la perspective d'une « civilisation écologique » à l'horizon des prochaines décennies.

Le divorce entre la croissance économique et la soutenabilité est un peu plus délicat à percevoir dans les pays développés, (réputés plus ambitieux en matière de politique environnementale), mais il n'en est pas moins réel : d'une part, en raison des impacts directs et de plus en plus tangibles des crises écologiques sur le bien-être humain, comme en Californie où la consommation en eau a été fortement contrainte[15], ou comme à Paris, dont le dangereux niveau de particules fines est enfin pris au sérieux par les pouvoirs publics municipaux ; d'autre part, en raison de dommages indirects qui, parce qu'ils sont souvent exportés, nourrissent l'illusion que la croissance économique résout miraculeusement dans les pays riches les crises écologiques (ce que les économistes de l'environnement désignent sous le nom de « courbe environnementale de Kuznets[16] »). Il n'en est rien.

Certes, les pays développés sont souvent les plus avancés en termes de bonnes pratiques environnementales dans les limites de leur territoire mais, ce faisant, ils ne prêtent attention qu'à une partie de leur empreinte écologique[17], celle qui est visible et directement sous leur

---

14. Conférence de presse du 12 mars 2014, agence Xinhua.

15. La Californie, l'une des régions les plus riches du globe, est entrée en 2016 dans la cinquième année de sa sécheresse la plus sévère depuis deux siècles. Dans ce contexte, le gouverneur de l'État, Jerry Brown, a institué en 2015 la réduction de 25 % de la consommation d'eau dans les zones urbaines. Les localités les plus dispendieuses, souvent les plus riches, se sont vues contraintes de réduire leur consommation d'eau jusqu'à 36 %.

16. L'idée élémentaire de la « courbe environnementale de Kuznets » est de mettre en relation le processus de développement économique (dont le niveau est également mesuré par le revenu par habitant) avec les dégradations environnementales. La même relation en cloche que la courbe de Kuznets standard est alors postulée : les dégradations environnementales sont d'abord censées augmenter avec l'élévation du revenu par habitant avant d'atteindre un pic, puis de se réduire.

emprise. On montre ainsi qu'à mesure que le niveau de développement économique s'élève, les pays réduisent les processus d'extraction sur leur territoire national mais sans réduire pour autant leur consommation de ressources naturelles, bien au contraire. Ils « externalisent » donc les dommages écologiques engendrés par le développement économique vers des pays dont les dirigeants acceptent d'en payer le coût contre rémunération (en faisant supporter ce même coût à leur population la plus pauvre).

Pour en mesurer l'importance, on peut se tourner vers un instrument de mesure élaboré récemment : l'« empreinte matérielle ». Celui-ci se propose de mesurer le commerce international implicite de matières premières, c'est-à-dire l'usage par les différents pays de la planète, non seulement de biens manufacturés et agricoles, mais aussi des ressources naturelles qui ont été nécessaires à leur production. Il apparaît que, pour les pays étudiés, le commerce matériel est trois fois plus important en tonnage que le commerce économique. Il apparaît aussi que, mesuré à l'aune de l'empreinte matérielle, le découplage entre développement économique et consommation de matières premières est un mirage : pour 10 % d'accroissement du PIB, l'empreinte matérielle augmente en moyenne de 6 %[18].

Ces sérieuses limites expliquent pourquoi partout dans le monde, des chercheurs et responsables politiques en nombre croissant reconnaissent que le PIB et sa croissance, qui orientent encore le débat public en Europe, sont à la fois des horizons trompeurs et des boussoles faussées (Gadrey et Jany-Catrice, 2006). Point d'orgue de cet effort sans précédent, les Nations Unies ont adopté en septembre 2015 un tableau de bord de 17 « Objectifs de développement durable » ou « ODD », censés guider les politiques de développement dans les années à venir et réservant à l'augmentation de la croissance du PIB la portion congrue[19].

17. L'empreinte écologique mesure la pression qu'exercent la vie et les activités humaines sur l'environnement naturel, soit sur un phénomène spécifique et bien identifié – l'empreinte carbone, pour évaluer la pression sur le climat –, soit en s'efforçant d'inclure et de synthétiser différentes dimensions des atteintes à l'environnement global et aux ressources naturelles. La comptabilité d'empreinte consiste à recenser les surfaces mobilisées pour produire les biens et services consommés – terres agricoles, surfaces artificialisées pour les villes et les transports, étendues marines pour la pêche, etc. Cette « empreinte », est évaluée en convertissant ces surfaces en unités comparables – « l'hectare global ».

18. T. Wiedmann, H. Schandl, M. Lenzen, D. Moran, J. Suh West & K. Kanemoto, 2013, « The material footprint of nations », *PNAS*, 112 (20), p. 6271-6276.

19. En l'occurrence, une partie de l'objectif n° 8 : « Promouvoir une croissance économique soutenue, partagée et durable, le plein emploi productif et un travail décent pour tous ».

Mais cet effort de recherche ne suffit pas encore à donner un sens nouveau aux politiques publiques : la puissance performative des indicateurs de bien-être ne dépend pas seulement de la qualité technique mais, plus important encore, de leur ancrage dans le débat public et le processus démocratique. L'Union européenne et ses États membres doivent jouer ici un rôle moteur.

2. De la mesure à l'action

On peut envisager au moins trois niveaux d'action pour inscrire les indicateurs de bien-être, de résilience et de soutenabilité dans les politiques publiques de l'Union européenne : le niveau européen, le niveau national et le niveau local. On peut de plus croiser ces niveaux de gouvernance avec trois lieux de l'action politique : la démocratie représentative, la démocratie réglementaire et la démocratie participative.

Pour commencer, il nous faut repenser la façon dont nous débattons et votons les budgets. La plupart des parlementaires dans le monde, y compris au Parlement européen, en savent très peu sur l'état réel de leur pays en dehors des indicateurs macroéconomiques globaux lorsqu'ils prennent des décisions-clés sur les finances publiques. Dans une vieille démocratie parlementaire comme la France, l'information statistique donnée aux députés se résume au PIB et à ses composantes. Il ne serait pourtant pas difficile de sélectionner des indicateurs de bien-être dans des dimensions-clés pertinentes pour les finances publiques, en commençant par le niveau des inégalités, et d'intégrer ces indicateurs dans la procédure budgétaire afin qu'ils soient rendus publics et discutés avant le vote du budget afin d'informer les choix législatifs. À ce jour, 23 pays ont déjà pris des mesures pour intégrer les indicateurs de développent soutenable des Nations Unies (ODS) dans leur procédure budgétaire.

Deux nécessités pourraient ainsi converger : l'amélioration de l'information statistique de la représentation nationale et européenne et l'usage des indicateurs de bien-être et de soutenabilité en vue de transformer effectivement les politiques publiques.

En France, une première mesure simple consisterait à rendre systématique la publication du rapport prévu par la loi Sas[20] et à la caler sur le débat budgétaire. Il s'agirait, surtout, d'en confier la rédaction à une instance collégiale tripartite (parlementaires, experts et citoyens), afin d'organiser un véritable débat autour des données contenues dans ce

rapport. En clair, le gouvernement prendrait la décision de déléguer sa responsabilité afin de garantir l'impartialité de la démarche. La question se pose ensuite de déterminer le type de données, aujourd'hui absentes des documents budgétaires, susceptibles de mieux éclairer le Parlement dans son acte fondateur : le vote du budget. Trois enjeux paraissent pouvoir éclairer effectivement les orientations[21] du Projet de loi de finances : l'évolution des inégalités, l'entretien du patrimoine national (entendu dans son sens le plus large) et la place de la France dans le monde (ces trois dimensions reprenant les normes internationales adoptées par la conférence des statisticiens en 2013 qui distinguent le « bien-être ici et maintenant, le bien-être plus tard et le bien-être ailleurs »).

Sur le premier point, les représentants de la Nation doivent absolument pouvoir disposer d'un état élémentaire des inégalités sociales, résumé par quatre ou cinq indicateurs de répartition du revenu et du développement humain (inégalités de santé, d'éducation, …) et faisant apparaître la dimension territoriale des inégalités françaises. N'est-il pas naturel que la réduction des inégalités soit placée au centre des préoccupations des parlementaires quand ils votent les recettes et les dépenses du budget ?

Le vote du budget, c'est aussi le souci du passé et de l'avenir de la République et donc de l'entretien du patrimoine français (l'ensemble des actifs de la Nation, y compris naturels et intangibles), que les parlementaires ont la charge de maintenir et de valoriser pour le transmettre. Encore faut-il évaluer ce patrimoine national, ce que permettent par exemple des instruments de mesure perfectibles mais utiles comme le patrimoine économique national calculé par l'Insee ou les données rassemblées par l'Observatoire de la biodiversité. La question est d'agréger ces différents types de stocks dans un indicateur synthétique, mais rien n'empêche d'ores et déjà de disposer d'un

20. La Loi n° 2015-411 du 13 avril 2015 visant à la prise en compte des nouveaux indicateurs de richesse dans la définition des politiques publiques dispose que : « Le Gouvernement remet annuellement au Parlement, le premier mardi d'octobre, un rapport présentant l'évolution, sur les années passées, de nouveaux indicateurs de richesse, tels que des indicateurs d'inégalités, de qualité de vie et de développement durable, ainsi qu'une évaluation qualitative ou quantitative de l'impact des principales réformes engagées l'année précédente et l'année en cours et de celles envisagées pour l'année suivante, notamment dans le cadre des lois de finances, au regard de ces indicateurs et de l'évolution du produit intérieur brut. Ce rapport peut faire l'objet d'un débat devant le Parlement. ».

21. On peut envisager des procédures plus incitatives que la seule information et le débat des parlementaires, mais ce serait en tout état de cause un bon début, surtout si ce débat sur les indicateurs de bien-être et de soutenabilité devient l'acte inaugural du débat budgétaire.

tableau de bord des patrimoines de la Nation. Enfin, des indicateurs sur la place de la France dans le monde, et notamment son impact écologique global, compléteraient utilement ce tableau nécessairement synthétique alors que, trop souvent, les débats budgétaires se déroulent comme si la France était une île dont le « rayonnement » allait de soi.

Un organe parlementaire permanent pourrait même être créé pour devenir un lieu de délibération permanente sur les choix publics ayant un impact sur le bien-être, réunissant des experts et des citoyens pour mobiliser les bons indicateurs sur les bonnes questions afin de fournir aux décideurs les informations pertinentes leurs choix.

Ces propositions, initialement formulées en mars 2017 dans un *Policy brief* de l'OFCE[22], ont été reprises *in extenso* dans une proposition de loi[23] récemment déposée visant à instituer un conseil parlementaire d'évaluation des politiques publiques et du bien-être.

Au niveau européen, tout reste à faire pour intégrer les indicateurs de bien-être aux procédures budgétaires : l'UE pourrait concevoir et organiser, au cours du semestre européen, un débat au Parlement européen et dans tous les parlements des États membres informé des indicateurs de bien-être et de soutenabilité, orienté par les valeurs européennes et les priorités nationales visant à déterminer les choix budgétaires au-delà des seuls critères des disciplines fiscales.

La deuxième réforme concerne la démocratie réglementaire et plus précisément, la réforme des instruments économiques utilisés régulièrement par le pouvoir exécutif des gouvernements des États membres de l'UE pour mettre en œuvre des politiques publiques une fois les lois adoptées. Les politiques publiques reposent aujourd'hui trop souvent sur des modèles simplistes encadrés par l'analyse coûts-bénéfices (ACB). L'ACB évalue l'efficience (et la rentabilité) d'un projet en calculant la valeur nette ou les avantages nets qu'elle produit, c'est-à-dire le montant des gains potentiels moins les coûts associés au projet. Les seules dimensions entrant dans l'analyse sont les flux économiques (bénéfices et coûts) qui peuvent être monétisés. Il serait beaucoup plus intéressant de remplacer systématiquement ces méthodes par une analyse multicritère où le coût ou le gain financier n'est pas la seule

22. Éloi Laurent, 2017, Inscrire les indicateurs de bien-être et de soutenabilité au cœur du débat budgétaire, *OFCE Policy brief*, n° 14, 29 mars.
23. Proposition de loi déposée par Franck Montaugé (sénateur PS du Gers) et plusieurs de ses collègues au Sénat le 5 juillet 2017 (en première lecture) *[NDLR].*

référence et où les effets intangibles sont considérés parallèlement aux effets tangibles – ou au moins de réaliser des tests de sensibilité pour évaluer l'impact de paramètres alternatifs, en particulier les taux d'actualisation sociaux. Cette réforme concerne tout autant le niveau national que le niveau européen.

Enfin, la démocratie participative doit venir consolider ces réformes du pouvoir législatif et exécutif. La démocratie n'est pas seulement une dimension du bien-être, mais aussi la méthode qui doit régir sa définition et sa gouvernance : c'est à la fois un *input* et un *output* du bien-être humain. Les « conférences de citoyens » sont un exemple de démocratie participative (elles comprennent un panel de citoyens, d'experts et de décideurs discutant de l'importance respective des différentes dimensions du bien-être et se mettant d'accord sur un tableau de bord commun à mettre en œuvre). Il est en effet d'une importance cruciale de construire des transitions tangibles dans l'Union européenne au niveau local, puisque le bien-être est mieux mesuré là où il est réellement vécu. La transition du bien-être est, selon l'expression d'Elinor Ostrom (2010), une « transition polycentrique » : chaque niveau de gouvernement peut saisir cette opportunité pour réformer ses politiques sans attendre que l'impulsion vienne d'en haut.

3. Conclusion : un nouveau récit européen

Aller au-delà de la croissance en tant que projet social ne signifie pas seulement compléter et éventuellement remplacer le PIB par des indicateurs de bien-être, de résilience et de soutenabilité. Cela implique également de lier ces trois objectifs dans un nouveau récit commun positif et construire des institutions solides pour le soutenir. Le récit européen de ce début de 21e siècle ne peut se résumer à la prospérité économique et à la crédibilité monétaire, comme cela a été le cas au cours des six dernières décennies.

Si la croissance économique apparaît épuisée du point de vue du sens et pas seulement de la substance, s'il importe aujourd'hui de la remplacer par les horizons du bien-être, de la résilience et de la soutenabilité, il importe également de remplacer le sens perdu pour mettre en mouvement la communauté des citoyens, et ce sens nouveau ne peut se borner au respect de la contrainte écologique. Dépasser la croissance comme projet social implique donc non seulement de reconsidérer nos objectifs collectifs mais aussi de lier bien-être et soute-

nabilité dans un nouveau récit commun positif. Pour le dire simplement, c'est une « transition social-écologique » qu'il faut inventer, où les questions économiques, sociales et économiques sont liées par le fil commun de la justice[24].

Références

Gadrey J. et F. Jany-Catrice, 2006, *The New Indicators of Well-Being and Development*, Palgrave McMillan.

Kentikelenis A. *et al*. 2014, « Greece's Health Crisis: From Austerity to Denialism », *The Lancet*, vol. 383, 22 février, pp. 748-53.

Laurent É., 2011, *Social-écologie*. Flammarion, Paris.

Laurent É., 2018, *Measuring Tomorrow: Accounting for Well-being, Resilience and Sustainability in the 21st century*, Oxford and Princeton, Princeton University Press.

Nordhaus W. et J. Tobin, 1973, « Is Growth Obsolete? », in Milton Moss (ed.), *The Measurement of Economic and Social Performance*, New York, National Bureau of Economic Research.

Ostrom E. 2010, « Beyond Markets and States: Polycentric Governance of Complex Economic Systems », *American Economic Review*, vol. 100, n° 3, pp. 641-72.

24. Voir sur ce point Laurent (2011 et 2018).

Partie VI

DÉMOCRATIE ET INSTITUTIONS EN EUROPE

Une monnaie démocratiquement partagée entre des démocraties . **421**
Maxime Parodi

Le socle social en perspective historique **437**
Maria Jepsen et Philippe Pochet

Populisme et gouvernabilité dans la perspective des élections européennes **463**
Emiliano Grossman

Europe et démocratie **475**
Enrico Letta

UNE MONNAIE DÉMOCRATIQUEMENT PARTAGÉE ENTRE DES DÉMOCRATIES

Maxime Parodi
Sciences Po, OFCE

Le piège dans les débats sur l'Union européenne consiste à penser la démocratie au niveau de l'Union à partir de nos expériences démocratiques nationales. Or l'espace politique européen est tout à fait spécifique, composé d'une multitude de peuples très ouverts les uns aux autres, interagissant massivement ensemble et soumis de ce fait à des conflits d'intérêts transnationaux qui attendent des solutions pacifiques. La démocratie doit donc prendre une forme différente pour tenir compte de cette spécificité. C'est toute l'idée portée par le néologisme de démo*i*cratie et il permet de reconsidérer d'un œil neuf les notions de déficit démocratique de l'UE et d'incomplétude de l'euro.

Le cadre proposé est assez souple et autorise de nombreux arrangements institutionnels, tout en posant des limites. Par exemple, la France porte souvent des propositions centralisatrices et interventionnistes pour sauver ou « compléter » l'euro sans réussir toutefois à résoudre de manière convaincante les problèmes de légitimité démocratique que cela pose. De son côté, l'Allemagne s'oppose régulièrement aux interventions discrétionnaires en faveur de tel ou tel partenaire par crainte que cela n'alimente le risque de hasard moral. Mais, mené à son terme, ce raisonnement aboutit à refuser toute forme de solidarité entre les partenaires. Le soutien à un partenaire n'est envisagé que pour des raisons systémiques, lorsque la crainte d'être soi-même emporté vers le bas finit par s'imposer. Or la perspective démo*i*cratique défend un principe de solidarité qui refuse de sacrifier une nation au nom de l'efficacité économique supposée d'une politique. La solidarité entre les citoyens de nations voisines ne doit pas être aussi forte qu'entre concitoyens, mais elle doit garantir que chaque nation partenaire a un avenir économique. Les exigences françaises et allemandes devraient pouvoir s'accorder sur le principe d'une telle solidarité : d'un côté, elle réduit le risque de hasard moral de gouvernements en étant suffisamment faible ; de l'autre, elle est indéfectible, de manière à non seulement limiter le risque systémique mais surtout à donner sens à l'idée même d'union, à l'idée que la coopération doit d'abord profiter à tous.

Mots clés : démocratie, euro, incomplétude de l'euro, Union européenne.

L'Union européenne est depuis longtemps accusée de souffrir d'un déficit démocratique. Ce reproche est toutefois ambivalent. Pour les uns, il s'agit simplement de s'inquiéter de la distance entre le citoyen ordinaire et les institutions européennes, distance qui se traduit par une forte abstention lors des échéances électorales européennes et un manque d'intérêt patent pour les questions européennes. Pour d'autres, il s'agit de pointer la faiblesse des débats nationaux et l'impuissance des parlements nationaux face aux décisions prises au niveau de l'Union, qui semblent tomber sur les nations comme des décrets arbitraires. Pour d'autres encore, c'est la faiblesse du débat européen et le manque de dialogues transnationaux qui illustrent le mieux l'absence de démocratie au niveau européen, alors qu'une action forte *et* légitime semble nécessaire à ce niveau, notamment en matière de gouvernance macroéconomique au sein de la zone euro.

Derrière ces critiques, chacun s'efforce de répondre à sa manière au problème de l'absence d'*un* peuple européen pour donner corps à une démocratie européenne. Peut-il y avoir une démocratie au niveau de l'UE sans un *démos* européen ? Pour les uns, il faudrait faire advenir aux forceps ce peuple européen en créant un gouvernement et un parlement européen et en reproduisant peu ou prou le système institutionnel de telle ou telle nation européenne. Pour les autres, il est au contraire impératif de protéger les *démos* existants aux niveaux nationaux en s'opposant aux ingérences non démocratiques de l'UE, au risque de perdre la démocratie à tous les niveaux. Ces deux camps, manifestement irréconciliables, traversent le champ politique de la plupart des nations européennes et se trouvent aujourd'hui désemparés face au défi posé par l'entrelacement croissant des sociétés européennes et de leurs intérêts.

Et pourtant, ce clivage fait l'impasse sur la question essentielle pour l'Union européenne : peut-on faire coexister démocratiquement une multitude de *démos* ? et, si oui, comment ? Quels principes doivent respecter les institutions communes ? Et comment une monnaie commune est-elle possible sous ces principes ?

1. Les deux concepts de démocratie

Le défi est avant tout conceptuel : la démocratie moderne a d'abord été pensée dans le cadre de l'État-nation, c'est-à-dire dans un format

politique précis où un souverain règne sur un territoire considéré comme clos, comme si le destin collectif ne dépendait que des décisions du souverain et non aussi de ce qui se passe au-delà de la frontière. Dans ce cadre, la démocratie est simplement définie à partir de la notion de souveraineté populaire : tous les pouvoirs sont octroyés par et pour le peuple. La forme politique est donc imposée : pour avoir une démocratie, il doit y avoir un peuple et un seul. Et l'alternative actuelle de l'Union européenne se résume simplement : ou bien nous misons révolutionnairement sur l'émergence du peuple européen pour démocratiser l'Union, qui devient simplement une nation remplaçant les nations actuelles ; ou bien, nous conservons les nations présentes et actons qu'une Union de peuples ne peut pas être démocratique.

Il est toutefois possible de définir la démocratie autrement qu'en termes de souveraineté. Le souverainisme réduit en effet d'emblée la question politique du vivre-ensemble à celle de se donner un roi – comme si le politique consistait seulement à désigner *qui* décide en droit ici et maintenant. Or le politique consiste aussi à pouvoir débattre de la chose publique et à s'efforcer de fonder des lois et des institutions justes. Dans ce cadre élargi, la démocratie ne consiste plus à associer le peuple au gouvernement selon divers procédés, elle réside de manière plus essentielle dans la vitalité du débat public et la participation de chacun, faible ou puissant, à ce débat. La démocratie consiste alors à redistribuer le pouvoir de parler au public, pour que les arguments et les positions de chacun soient prises en compte dans les décisions publiques comme dans l'écriture des règles, lois ou institutions. Il s'agit d'éviter que le débat, et ses conséquences sur la vie commune, ne soit accaparé par les puissants ou par ceux qui prétendent parler au nom d'un « peuple » fantasmé et instrumentalisé.

Avec cette seconde définition, le débat sur la démocratie peut s'extraire des ornières nationalistes. Plus encore, un repli nationaliste peut désormais entrer en contradiction avec les aspirations démocratiques des citoyens. *Compte tenu du fait* que les sociétés européennes sont de plus en plus ouvertes les unes sur les autres et que les citoyens ont des intérêts et nourrissent des projets qui ne s'arrêtent plus aux frontières nationales, un repli limiterait drastiquement l'horizon des citoyens. Le Brexit en offre une illustration : l'ouvrier anglais qui travaille dans une usine de montage Opel ne demande pas à construire des automobiles 100% anglaises, mais à pouvoir collaborer dans la durée au sein d'un réseau d'entreprises spécialisé dans l'automobile.

Avec cette montée en charge en Europe des intérêts transnationaux et des projets communs, il apparaît de plus en plus nécessaire d'élargir le débat démocratique au-delà des frontières.

Il y a cependant plusieurs manières de mener cet élargissement. On peut tout d'abord défendre l'idée d'une démocratie cosmopolitique ou post-nationale qui prendrait appui sur des débats transnationaux portés par des citoyens fortement engagés au sein de la société civile. La gouvernance au sein de l'Union se démocratiserait alors en raison de cette activité citoyenne de contestation et de délibération. Dans cette perspective, l'Union réduirait son déficit démocratique grâce à l'action d'institutions internationales et d'organisations non gouvernementales. Ce qui compte, ce serait l'activité citoyenne elle-même, qui s'exprime alors au travers d'associations militantes transnationales. Sous cette forme délibérative, le pouvoir est dispersé au sein de diverses institutions et d'associations qui doivent, de ce fait, collaborer en communiquant au sein de divers réseaux.

Cette perspective suscite néanmoins de nombreux doutes (Bohman, 2005). Deux critiques principales lui sont faites. D'une part, l'approche délibérative surestime vraisemblablement le pouvoir de l'argumentation au sein de l'Union. L'activisme transnational ne suffira pas à organiser démocratiquement l'Union, même si un tel activisme est souhaitable. D'autre part, cette démocratisation demeure très limitée puisqu'elle ne touche pas le grand public, mais se cantonne aux citoyens les plus engagés au sein d'associations militantes.

2. Le principe d'une démo*i*cratie

Une autre piste de réflexion a consisté à ne rejeter aucun des deux concepts de démocratie, en s'efforçant de penser ensemble les droits des peuples nationaux et les droits des citoyens européens. Cette idée se retrouve aujourd'hui derrière le néologisme de démo*i*cratie, qui insiste sur la pluralité des démos. A l'origine, Philippe Van Parijs avait créé ce terme pour critiquer la primauté accordée de fait aux peuples contre l'Union (Van Parijs, 1997). Mais d'autres auteurs s'en sont emparé de manière positive (*cf.* Nilolaïdis, 2003 ; Cheneval et Schimmelfennig, 2012). Pour eux, la démo*i*cratie consiste à reconnaître la pluralité des peuples et États, mais ce dans le respect des droits fondamentaux des citoyens des autres nations de l'Union.

Il est à cet égard possible de définir le principe de cette approche démoicratique en suivant un parallèle avec la théorie de John Rawls (1971), comme le propose Francis Cheneval (2011). Rawls propose un modèle de raisonnement valable au sein d'un État-nation. Dans ce modèle, chaque citoyen doit raisonner derrière un voile d'ignorance pour juger si une loi ou une institution est juste ou injuste. En vertu de ce voile, chacun ignore sa position sociale et est donc conduit à raisonner sur la coopération sociale en s'inquiétant de l'équité de traitement entre toutes les positions sociales, puisqu'il est susceptible d'occuper n'importe laquelle de ces positions. Or ce modèle peut sans grande difficulté être étendu au cas d'une coopération entre citoyens de différentes nations. Il suffit de dire que chacun des citoyens raisonne sur la juste coopération entre des citoyens de plusieurs nations, mais ce sans savoir à laquelle des nations lui-même appartient. Dans ce modèle, les citoyens de chacun des peuples s'ouvrent donc aux raisons des autres peuples. Et, dans le même temps, la pluralité des nationalités maintient la possibilité que les institutions et les règles ne soient pas les mêmes pour tous. Les citoyens peuvent opter pour la solution uniforme où les institutions et les règles sont similaires sur l'ensemble de l'Union, ce qui reviendrait à unifier une nation européenne, mais il s'agit ici plus d'un cas limite. Le modèle ménage en réalité la possibilité de maintenir des différences nationales et il y a peu de chances que cette possibilité ne soit pas exploitée dans de nombreux domaines.

Il s'agit là d'un principe d'argumentation à même d'organiser démocratiquement la coopération entre plusieurs démocraties. Il éclaire ce que l'on est en droit d'attendre d'une délibération sur un forum plurinational, sans nier l'appartenance nationale des citoyens, tout en les obligeant à faire preuve d'impartialité entre tous les participants.

Dans une perspective démo*i*cratique, il faut en outre réfléchir sur le plan institutionnel à la distribution des pouvoirs pour que la portée de ce principe soit la plus étendue possible. Il faut organiser la coexistence du national et du transnational. Ainsi, il s'agit, d'une part, de reconnaître la pluralité des peuples, constitués comme autant d'États-nations ; et, d'autre part, d'assumer le fait que ces peuples sont *largement* ouverts les uns envers les autres et partagent de ce fait un certain nombre de biens communs et une part de destinée.

Une double nécessité institutionnelle se fait alors jour. D'une part, il doit exister des institutions européennes qui donnent corps aux aspirations des citoyens d'une démo*i*cratie et défendent leurs droits. Il doit y

avoir une représentation des citoyens – un parlement européen – qui permette aux citoyens de se faire entendre sur ce qu'ils attendent d'une juste coopération européenne et sur les orientations politiques qu'ils considèrent légitimes au niveau européen. Les citoyens doivent pouvoir discuter des négociations intergouvernementales en éprouvant leur valeur d'argumentation selon le principe démo*i*cratique. Les intérêts et les arguments transnationaux ou cosmopolitiques doivent avoir droit de cité et il n'est donc plus possible de limiter la coopération internationale à une négociation d'État à État, de gouvernement à gouvernement. La démo*i*cratie exige plus que des institutions internationales comme l'ONU.

Mais, d'autre part, il faut également maintenir, au moins ultimement, un droit de veto des nations européennes de manière à garantir qu'aucun partenaire européen ne soit politiquement dominé. Chaque peuple a ainsi le droit de sortir de l'Union et conserve son pouvoir constituant sur son ordre juridique et politique. Toutefois, si cela est nécessaire pour garantir le principe de non-domination politique de l'Union sur les peuples européens, ce droit n'est qu'un ultime recours et sert surtout à garantir que toutes les nations seront entendues dans les débats. Même chose pour le pouvoir constituant : s'il est une conséquence du droit de sortie, il devra néanmoins être exercé dans un sens compatible avec la démo*i*cratie et donc, sauf à chercher la rupture, il devra prendre en compte l'ordre juridique et politique avoisinant, européen, lors de ses décisions. Par ailleurs, ceci n'exclut pas que les nations effectuent des transferts d'autorité à des instances communes dans des domaines circonscrits. Les nations peuvent, par exemple, reconnaître à l'unanimité l'autorité de la Cour de justice européenne et devoir s'y soumettre sans veto possible, sauf à décider de se retirer entièrement de l'Union, comme l'envisage l'Angleterre avec le Brexit. Demain, cela pourrait l'être pour certains pouvoirs de police, ou l'établissement de règles d'imposition communes.

Cette double nécessité institutionnelle impose finalement l'idée que la distribution du pouvoir au sein de l'Union européenne ne peut pas être hiérarchique. Il ne peut s'agir que d'une *hétérarchie*, notion que l'on trouve notamment sous la plume d'Habermas (2015) dans ses derniers écrits, qui exprime l'idée qu'aucun centre de pouvoir ne domine et que les décisions ne peuvent être prises qu'en commun.

L'Union européenne peut être considérée comme une réalisation inachevée d'une démo*i*cratie. Dans ses grandes lignes, elle respecte

peu ou prou les quelques grands principes que l'on est en droit d'en attendre (*cf.* Cheneval et Schimmelfennig, 2012). Le fameux déficit démocratique de l'Union européenne est alors plus relatif qu'absolu : il tient sans doute au manque de relais entre les attentes exprimées par les nations voisines et les débats nationaux et, par conséquent, à la faiblesse du parlement européen. Mais il peut découler aussi de l'ambiguïté des intentions de la construction. S'agit-il de mettre en place une hiérarchie, ce qui est une façon de comprendre le principe de subsidiarité ? Ou au contraire de s'en tenir aux nécessités d'une vie commune au sein de l'Union ? En effet, le déficit ne se situe pas seulement au niveau de l'Union, mais se traduit aussi au niveau national par des débats qui n'abordent jamais directement la question des conséquences de nos politiques et de nos lois sur les nations voisines, et inversement. Toutefois, si l'on en juge plutôt sur un temps long, une évolution se fait jour : les citoyens pensent de plus en plus à leur État comme un État membre d'une Union que comme une nation dont le destin se jouerait uniquement en son sein (Bickerton, 2012).

3. La monnaie unique et ses déficits de gouvernance

Une monnaie unique constitue un défi particulier pour une démo*i*cratie[1]. Il s'agit d'un bien commun qui peut être géré de différentes manières, justes ou injustes, efficaces ou non, en répartissant inégalement les risques et les bénéfices macroéconomiques entre les nations et entre les citoyens de chacune des nations. Face à ce défi, un gouvernement économique de l'euro apparaît souvent comme une nécessité pour répondre efficacement aux besoins fonctionnels d'une monnaie unique. Or ceci semble incompatible avec le principe démo*i*cratique pour au moins deux raisons. Tout d'abord, ce gouvernement supranational devrait être hiérarchiquement au-dessus des gouvernements nationaux, au moins en ce qui concerne les sujets majeurs du financement de l'économie, ce qui contredirait le principe hétérarchique et, donc, le principe de non-domination des peuples. Ensuite, accorder à ce gouvernement une capacité budgétaire signifie que celui-ci pourrait effectuer des transferts financiers importants entre les État membres ou les citoyens de manière à assurer la régulation macroéconomique de la

1. Soulignons, sans développer, que la pluralité de monnaies nationales au sein d'un marché unique constituait un autre genre de défi, où l'absence d'unité fragilisait chacune des monnaies et posait également des questions de justice et d'efficacité économique. Le fort entrelacement des économies est la cause véritable du besoin de repenser l'espace monétaire européen.

zone euro. Or les citoyens ne sont manifestement pas prêts à accepter de tels transferts, qui sont déjà sources de conflits au niveau régional[2].

Il faut vraisemblablement en rabattre sur l'exigence d'un gouvernement économique de la zone euro, du moins en ne le pensant pas sur le modèle de nos gouvernements nationaux. Mais encore, il faut se demander si un tel gouvernement est aussi nécessaire qu'on le suppose et si l'attelage actuel de gouvernements, tels qu'ils sont, ne suffit pas. En effet, si chacun attend d'une coopération qu'elle soit efficace, ce n'est toutefois pas la première des priorités ; la première des priorités est que la coopération profite à tous et, pour ce faire, la gouvernance de l'euro ne peut pas court-circuiter l'exigence de non-domination des peuples.

Au fond, l'Union européenne est confrontée à trois déficits de gouvernance (Nicolaïdis et Watson, 2016). Tout d'abord, le déficit de cohésion lié à l'impunité du passager clandestin. En l'absence d'un État central doté de moyens coercitifs, comment s'assurer que tous les États membres jouent le jeu de la coopération ? Puis le déficit de régulation macroéconomique. En l'absence d'un budget central conséquent, comment gérer les déséquilibres macroéconomiques entre les différentes régions de l'Union ? Enfin, le déficit de justice sociale. Sans État social européen, comment répartir équitablement les risques et les bénéfices entre les citoyens européens, notamment lors d'une grave crise économique comme celle de 2008 ?

Pour autant, ces déficits ne signifient pas que l'euro est une monnaie *sans* État. En réalité, elle est une monnaie *partagée par* des États et, à ce titre, elle est bien différente d'une monnaie comme le *bitcoin*. Ces États peuvent ainsi, si nécessaire, agir de concert comme le ferait un État unique. Toute la question, dans une perspective démoicratique, est de savoir comment une coordination volontaire des États peut faire face aux déficits précédents en n'usant de moyens coercitifs qu'en dernier recours puisque – c'est l'un des fondements de toute démocratie – il ne doit pas y avoir plus de coercitions que de raisons.

2. Comme on peut l'observer en Catalogne, en Belgique, en Italie du nord... Ces transferts peuvent d'ailleurs être de purs fantasmes, il n'empêche qu'ils alimentent des conflits identitaires qui, en général, préexistent.

4. Une perspective démo*i*cratique pour la monnaie commune

Dans la mesure du possible, il vaudrait mieux laisser la main aux nations pour gérer leurs problèmes économiques et mener leurs arbitrages, mais en ne manquant pas d'inclure parmi les enjeux débattus les externalités et les problèmes systémiques que telle ou telle politique nationale provoquerait chez les voisins européens (et même au-delà). La stratégie du passager clandestin n'est donc pas interdite à ce stade, mais elle deviendrait plus visible. Or, il n'est pas si simple pour des politiciens nationaux de justifier une telle stratégie devant leurs citoyens. En effet, pour les citoyens, cela suppose d'accepter publiquement de profiter indûment d'une situation. Certes, cela n'a jamais empêché les Suisses de défendre leur secret bancaire ou les Irlandais leur faible taux d'IS, mais la critique des externalités de ces politiques n'est pas aussi inefficace qu'on pourrait le croire. En éclairant leur illégitimité, la critique fragilise et, à plus ou moins longue échéance, condamne ces politiques non-coopératives. En revanche, une initiative plus directe contre le passager clandestin, provenant d'une autorité supranationale, peut réveiller des réactions nationalistes et mobiliser les citoyens contre l'ingérence européenne. C'est dire que, dans la lutte contre le passager clandestin, contourner la démocratie nationale n'est pas une bonne stratégie. Et s'il doit y avoir une autorité supranationale pour lutter contre une forme de non-coopération, celle-ci ne peut être instaurée qu'avec le consentement de chacune des démocraties. Dans ce cas aussi, il faut avoir au préalable éclairé les coûts des externalités pour les uns et les autres.

L'absence d'un budget européen conséquent est un problème à partir du moment où l'on a limité la compétence budgétaire des États. En ce cas, évidemment, la possibilité de mener une politique budgétaire contracyclique à l'échelle de l'Europe est compromise. Mais la solution n'est pas forcément d'augmenter le budget européen. Il faudrait en outre qu'un gouvernement central puisse dépenser *librement* ce budget, or il y a là un obstacle politique manifeste : le « *I want my money back !* » de Margaret Thatcher n'était pas une simple lubie anglaise, c'est une contrainte forte sur le budget et les propositions d'augmenter le budget européen en fléchant les dépenses, par exemple vers la transition écologique, n'éviteront pas cette contrainte. Plus encore, si l'on accepte le principe d'hétérarchie, le budget devra être discuté par les partenaires européens ; or cela suppose des débats

assez longs, des négociations interminables, ce qui est incompatible avec l'idée d'une capacité budgétaire européenne *réactive*, à même de mener une politique contracyclique.

C'est pourquoi une plus grande liberté budgétaire des Etats membres peut être plus pertinente pour mener une politique macroéconomique à l'échelle de l'Europe. Une telle approche suppose de se débarrasser de la discipline imposée par les critères de Maastricht ou, actuellement, le pacte budgétaire européen (TSCG). Il s'agit à nouveau de miser d'abord sur la responsabilité des États, qui reprendront à leur compte les recommandations de la Commission européenne qu'ils jugent pertinentes (par exemple lors des débats issus du Semestre européen). Comme précédemment, la coordination budgétaire passe par la participation volontaire de chacun, en discutant des externalités et des enjeux systémiques. Les États conservent une autonomie fiscale et budgétaire ainsi qu'une capacité propre à s'endetter.

Tout ceci suppose de conserver le principe de non renflouement (*no bail out*) des États, qui est la contrepartie de cette responsabilité budgétaire et fiscale. De même, un État doit pouvoir faire défaut sur sa dette. Il doit aussi pouvoir sortir de l'euro, quoique pas aussi précipitamment que lors d'un défaut. À cet égard, un défaut sur la dette ne devrait pas impliquer la sortie de l'euro. Dans le cas d'une monnaie nationale, les destins de la dette nationale et de la monnaie sont de fait liés au travers du système bancaire : le risque de défaut entraîne la dévaluation de la monnaie. Mais dans le cas d'une monnaie partagée, il y a une certaine ambivalence, qu'il faut lever en dissociant les deux événements. Un État doit pouvoir faire défaut sans entraîner tout le système bancaire dans son sillage, de telle manière que les citoyens de l'État failli ne se retrouvent pas dépossédés de leur monnaie parce qu'ils l'auraient partagée. Pour ce faire, il faut que la BCE puisse soutenir une partie du système bancaire tout en interdisant à ce système de financer la dette de l'État failli.

Il reste que ces scénarios ne sont pas souhaitables, pour personne, et le fameux aléa moral est vraisemblablement exagéré puisque le risque d'un effondrement économique n'est pas couvert (car si une aide des partenaires n'est pas interdite par le principe de non-renflouement, elle n'est jamais garantie). Sur ces bases, la discipline supranationale est avantageusement remplacée par l'autodiscipline.

Enfin, le partage de la monnaie européenne doit profiter à tous les partenaires, ce qui suppose notamment de discuter du partage des

risques qui résultent de cette coopération et de leur mutualisation au moins partielle. Le principe de différence de Rawls peut servir de guide en ce domaine (Rawls, 1971). Dans le modèle rawlsien, qui traite uniquement de la solidarité au sein d'une nation, il s'agit de garantir que la coopération profite à tous, notamment qu'elle profite le plus possible au plus défavorisé (car la norme de réciprocité est forte au sein d'une nation). Dans le modèle démo*i*cratique, un principe analogue exigerait cette fois que l'on se préoccupe de ce que la coopération apporte au citoyen le plus défavorisé de la nation la plus défavorisée (Cheneval, 2011). Le sens de la réciprocité est certes moins fort qu'au sein d'une nation, mais il l'est suffisamment pour que chacun garantisse aux autres que sa nation ne doit pas voir sa situation relative se dégrader au point où les plus défavorisés auraient intérêt à partir vers d'autres nations. Le cas grec peut servir d'illustration. Si le pays est sacrifié et que les nouvelles générations voient leur avenir condamné sous le poids des dettes, elles auront intérêt à quitter leur pays (alourdissant au passage encore plus la charge pour ceux qui restent). Or personne n'accepterait de se retrouver dans une telle situation. Il y a donc une solidarité européenne qui doit garantir que chacun puisse certes tenter sa chance dans un autre pays mais aussi qu'il puisse s'épanouir dans son pays d'origine. C'est dire qu'aucune nation ne doit être sacrifiée sur l'autel de la coopération « efficace » des autres. La nation la plus défavorisée doit donc avoir la possibilité réelle de rejoindre le niveau économique des autres.

5. Deux lectures de l'incomplétude de l'euro

Sous la plume de nombreux économistes et de fonctionnaires de la Commission européenne, l'esprit actuel des réformes vise à « compléter » l'euro en le dotant d'une structure technico-politique *ad hoc* qui serait un équivalent fonctionnel d'un État européen (*Rapport des cinq présidents*, « Compléter l'Union économique et monétaire européenne », 22 juin 2015). Toutefois, les propositions de réformes qui en résultent peinent à concilier les exigences économiques avec les attentes politiques. Ainsi des propositions qui font comme si un peuple européen allait émerger de la crise économique et qu'un gouvernement économique de la zone euro était à portée de réformes. Ainsi également des propositions technocratiques qui souhaitent réguler l'euro à l'aide de modèles économétriques pour contourner le politique. Ainsi encore des propositions plus symboliques qu'autre chose

pour faire comme si l'UE allait apporter des garanties ou des protections sociales nouvelles, au-delà de celles fournies par les nations : par exemple, les projets d'assurances chômages européens ou d'union bancaire. De tels projets, s'ils visent à faire avancer le projet européen, finissent en général par être vidés de leur substance parce qu'ils ne correspondent pas aux attentes politiques de nombreux partenaires européens. Aujourd'hui, pour s'en tenir à un aspect conflictuel au sein de la zone euro, les pays du Nord craignent que les mesures solidaristes soient à sens unique et servent à financer purement et simplement des pays du Sud qu'ils considèrent mal gérés.

Le sentiment d'un mauvais fonctionnement de la monnaie unique ne peut pas à lui seul justifier n'importe quelle proposition. Dès lors vouloir « compléter l'euro » conduit à une impasse politique. Cette impasse n'existe que parce que chacun veut emmener les autres dans une direction que ces derniers refusent. Il vaudrait mieux reconnaître les différences de perspectives et d'attentes à l'égard de l'Union et apprendre à faire avec.

À cet égard, il est possible d'interpréter différemment le problème d'incomplétude de la monnaie, en s'efforçant cette fois de relier chacun des États à la monnaie. Il y a effectivement des raisons de s'inquiéter de ce que la monnaie européenne puisse fonctionner comme une monnaie étrangère pour chacun des États de la zone euro, pris un à un. Les économistes savent combien il est dangereux pour une société de renoncer à sa souveraineté monétaire et d'abandonner toute forme de régulation sur sa monnaie. Les États qui l'ont fait au cours de l'histoire, en adoptant sur leur marché intérieur une monnaie étrangère ou encore en s'endettant dans des devises étrangères, ont en général mal fini. Dans la plupart des cas, ces États ont sombré dans de graves problèmes d'endettement excessif parce qu'ils n'avaient plus les instruments financiers pour réagir adéquatement face à une crise économique. C'est d'ailleurs le reproche principal que font les adversaires de la monnaie européenne à l'euro.

Mais, au lieu de chercher à construire un Léviathan européen pour dompter la monnaie unique, on peut aussi envisager de construire le lien entre la monnaie commune et chacun des États au plus près des États membres de la zone euro. Pour ce faire, il n'est pas nécessaire de renoncer à la monnaie unique pour revenir à des monnaies nationales. A l'instar de la voie proposée dans la première partie, où nous avions refusé de choisir entre une démocratie fondée sur un peuple européen

à l'exclusion des peuples nationaux ou des démocraties nationales excluant tout horizon européen, il s'agit ici de défendre une monnaie commune qui entretient des liens étroits avec chacune des nations.

Si l'euro est l'équivalent d'une monnaie étrangère pour chacun des pays membres, c'est d'abord en raison de la défiance des autres pays membres de la zone euro. Dès le départ, avec les fameux critères de Maastricht, chacun s'était efforcé d'encadrer la politique budgétaire de ses partenaires – comme si ceux-ci étaient irresponsables. Et, depuis, nous ne sommes jamais réellement sortis de cet état d'esprit : ce qui domine, c'est la crainte de devoir renflouer des États faillis et le soupçon d'aléa moral, qui inciterait chacun à s'endetter inconsidérément parce qu'il aurait l'assurance d'être couvert par ses partenaires.

Or l'épisode grec a montré que ces craintes étaient infondées. La réaction européenne a été trop lente, mais nous avons vu au cours du processus se dessiner l'architecture réelle de la monnaie commune. D'un côté, la BCE a fini par jouer le rôle de prêteur en dernier ressort État par État. Et, d'un autre côté, la question du défaut ou du renflouement a fait l'objet d'une concertation entre les pays partenaires sur l'aide à fournir et les mécanismes susceptibles de fournir une réponse plus réactive, au vu du cas grec, sous certaines conditions (constitution du MES et du TSCG).

Cet épisode montre qu'un État peut faire (partiellement) défaut sans sortir de l'euro, en traînant ensuite une dette restructurée et une prime de risque sur ses emprunts d'États. Deux leçons peuvent en être tirées. Premièrement, il n'y a pas d'assurance pour un État failli d'être totalement sauvé par les autres États membres de la zone euro : il n'y a donc pas d'aléa moral. Et deuxièmement, le lien organique entre État et monnaie, qui est implicite dans les pays dotés d'une monnaie nationale, s'est trouvé remplacé par la combinaison d'un soutien infaillible de la BCE sur la monnaie et le traitement politique de la question de l'État failli. Il y a eu un effort d'explicitation du nouveau lien entre État et monnaie dans un cadre démo*i*cratique.

Cette nouvelle architecture n'est pas accidentelle, mais elle traduit un équilibre entre ce que les différents partenaires sont prêts à accepter en situation de crise. Les réformes à venir doivent poursuivre dans cette direction, d'une part, en continuant l'effort d'explicitation du lien entre États membres et la monnaie commune dans un esprit démo*i*cratique et, d'autre part, en se demandant comment rattacher la BCE, qui s'est emparé à cette occasion de la souveraineté sur l'euro, à

l'esprit démo*i*cratique. Sur ce dernier point, il faut souligner que la BCE ne prend pas que des décisions « techniques », mais engage les citoyens de la zone euro au travers notamment ses décisions de rachats de titres souverains ou quasi souverains. Aussi, même indépendante, elle ne peut pas éviter de devoir rendre compte à un moment ou un autre de ses prises de positions.

6. Conclusion

Le piège dans les débats sur l'Union européenne consiste à penser la démocratie au niveau de l'Union à partir de nos expériences démocratiques nationales. Or l'espace politique européen est tout à fait spécifique, composé d'une multitude de peuples très ouverts les uns aux autres, interagissant massivement ensemble et soumis de ce fait à des conflits d'intérêts transnationaux qui attendent des solutions pacifiques. La démocratie doit donc prendre une forme différente pour tenir compte de cette spécificité. Le néologisme démo*i*cratie a été développé pour insister précisément sur cette spécificité, sur l'exigence de démocratiser les relations entre plusieurs démocraties.

Cette perspective demeure valable lorsqu'on aborde la question de la monnaie unique. Le cadre proposé est, en fait, assez souple et autorise de nombreux arrangements institutionnels, mais il pose tout de même des limites. Par exemple, la France porte souvent des propositions centralisatrices et interventionnistes pour sauver ou « compléter » l'euro sans réussir toutefois à résoudre de manière convaincante les problèmes de légitimité démocratique que cela pose. De son côté, l'Allemagne – de manière idéale-typique (*cf.* Brunnermeier, James et Landau, 2016) – s'oppose régulièrement aux interventions discrétionnaires en faveur de tel ou tel partenaire par crainte que cela n'alimente le risque de hasard moral. Mais, mené à son terme, ce raisonnement aboutit à refuser toute forme de solidarité entre les partenaires. Le soutien à un partenaire n'est envisagé que pour des raisons systémiques, lorsque la crainte d'être soi-même emportée vers le bas finit par s'imposer. Or la perspective démo*i*cratique défend un principe de solidarité qui refuse de sacrifier une nation au nom de l'efficacité économique supposée d'une politique. La solidarité entre les citoyens de nations voisines ne doit pas être aussi forte qu'entre concitoyens, mais elle doit garantir que chaque nation partenaire a un avenir économique et que les nouvelles générations pourront s'épanouir dans leur nation d'origine. Les exigences françaises et allemandes devraient pouvoir

s'accorder sur le principe d'une telle solidarité : d'un côté, elle réduit le risque de hasard moral de gouvernements en étant suffisamment faible ; de l'autre, elle est indéfectible, de manière à non seulement limiter le risque systémique mais surtout à donner sens à l'idée même d'union, à l'idée que la coopération doit d'abord profiter à *tous*.

En définitive, au-delà de la question de l'euro, la démocratisation de l'Union ne peut être garantie qu'en conjuguant plusieurs sources de légitimation, nationale et européenne, et en renonçant autant que possible au principe hiérarchique. Il s'agit de trouver le bon arrangement institutionnel, celui qui fera le mieux avancer les arguments conformes au principe démo*i*cratique, en intégrant dans nos débats nationaux les externalités et les risques systémiques que les nations imposent à leurs voisins. C'est sur ce terreau que le parlement européen ainsi que d'autres formes de mobilisation des citoyens européens pourront faire avancer la démoicratie.

Références

Bickerton C., 2012, *European Integration: From nation-states to member states*, Oxford, Oxford University Press.

Bohman J., 2005, « From Demos to Demoi: Democracy across Borders », *Ratio Juris*, vol. 18, n° 3, pp. 293-314.

Brunnermeier M. K., James H., Landau J.-P., 2016, *The Euro and the Battle of Ideas*, Princeton, Princeton University Press.

Cheneval F., Schimmelfennig F., 2012, « The Case for Demoicracy in the European Union », *Journal of Common Market Studies*, pp. 1-17.

Cheneval F., 2011, *The Government of the Peoples. On the Idea and Principles of Multilateral Democracy*, Houndmills, Palgrave Macmillan.

Habermas J., 2015, *The Lure of Technocracy*, Cambridge, Polity Press.

Nicolaïdis K., Watson M., 2016, « Sharing the Eurocrats' dream: a demoicratic approach to EMU governance in the post-crisis era », *European Journal of Political Theory*, printemps, pp. 50-77.

Nicolaïdis K., 2012, « The Idea of European Demoicracy », in *Philosophical Foundations of European Union Law,* Julie Dickson and Pavlos Eleftheriadis, editors, Oxford, Oxford University Press, pp. 247-74.

Rawls J., 1971, tr. fr. 1987, *Théorie de la justice*, Paris, Plon.

Van Parijs P., 1997, « Should the EU become More Democratic? » *in* Follesdal A. et P. Koslowski (eds), *Democracy and the European Union*, Berlin, Springer.

LE SOCLE SOCIAL EN PERSPECTIVE HISTORIQUE

Maria Jepsen
ETUI, ULB, UCL
Philippe Pochet
ETUI, UCL

Cet article analyse l'évolution de la dimension sociale en Europe depuis les débuts de l'Union européenne (UE). Il identifie quatre périodes de construction du « social », chacune empruntant des voies et revêtant une dimension différente pour répondre aux défis particuliers du moment. À chaque fois, le développement de la dimension sociale a été un symbole chargé de rétablir la confiance dans le projet d'intégration en même temps qu'il a permis de démontrer que l'Europe n'était pas seulement économique, mais aussi sociale. L'article s'intéresse plus spécifiquement à la période postérieure à 2005, période qui coïncide avec l'élargissement de l'UE aux pays d'Europe centrale et orientale (PECO). Tandis que le détachement des travailleurs fut longtemps un exemple presque caricatural de la division Est/Ouest en matière sociale, un changement de préférence s'est progressivement opéré au sein même des gouvernements des PECO : dorénavant, un modèle basé sur la faiblesse des coûts salariaux n'y apparaît plus comme garantissant le développement économique. D'où, en mai 2018, la possibilité (enfin offerte) de révision de la directive sur les travailleurs détachés. Les années récentes sont aussi marquées par la présentation d'un Socle européen de droits et principes qui pourrait constituer la quatrième tentative de relance de l'Europe sociale.

L'article conclut en proposant des pistes visant à maintenir et à renforcer le modèle social européen, telles qu'une coordination nationale des salaires compatibles avec les contraintes de l'UEM, l'instauration d'un revenu social minimum ou encore la création d'une plateforme tripartite évaluant le dialogue social et la négociation collective. L'ensemble des pistes nécessitent que l'on crée des institutions porteuses de solidarité, qui limitent la place du marché. Ces institutions doivent permettre de soutenir un processus de convergence dans un monde marqué par une nouvelle phase de globalisation et par la nécessité d'une transition écologique la plus rapide possible. Mais c'est surtout par un débat démocratique ouvert et des alliances nouvelles d'acteurs qu'il nous semble que le déblocage pourra se faire.

Mots clés : Europe sociale, droits sociaux, travailleurs détachés, modèle social, convergence.

La construction européenne a depuis son origine été doublement déséquilibrée. D'une part, la logique centrale est celle d'une intégration économique dont la dimension sociale constitue essentiellement un dérivé des gains produits par l'intégration économique (Ohlin, 1956, Pochet, 2005). D'autre part, la politique sociale est limitée tant dans les dimensions considérées que dans les procédures pour l'adoption des actes législatifs qui a longtemps requis l'unanimité au Conseil. Le débat sur le développement d'une Europe sociale a donc toujours eu deux aspects : le premier de rééquilibrage avec la dimension économique et le second de parvenir à développer un programme social ambitieux.

Fournir une définition précise de ce qu'est la dimension sociale européenne, ou du « Modèle social européen », s'avère constituer une entreprise redoutable. Nous pouvons identifier quatre manières de l'envisager (Jepsen et Serrano, 2005) :

— comme une entité, un modèle comportant certaines caractéristiques communes (institutions, valeurs, etc.) ;
— comme un modèle idéal traduit par un ensemble de modèles nationaux différents, certains étant préférables à d'autres ;
— comme un projet européen, un phénomène transnational en train d'émerger ;
— comme un projet politique.

Chacune de ces manières de comprendre ce qu'est la dimension sociale européenne a influencé l'interprétation et la compréhension de ce qui doit être fait, tant au niveau européen qu'au niveau national, et par conséquent a contribué aux avancées et aux blocages au niveau européen. L'évolution de la dimension sociale au cours de ces quinze dernières années a toutefois démontré qu'il s'agissait avant tout d'un projet politique.

Quelle que soit la manière de comprendre ce qu'est la dimension sociale, la littérature a également démontré que la mobilisation du concept d'une dimension sociale au niveau européen avait généralement coïncidé avec les moments où le projet européen traversait une période de crise.

Cet article entend contribuer à cette littérature en analysant l'évolution de la dimension sociale européenne depuis les débuts de l'Union européenne (UE). Il montrera comment le développement de la

dimension sociale a suivi des voies et revêtu des dimensions différentes pour répondre aux défis particuliers du moment, contribuant à en faire un symbole chargé de rétablir la confiance dans le projet d'intégration et de démontrer que l'Europe n'était pas seulement économique, mais aussi sociale. L'apport particulier de cet article consiste à analyser la période postérieure à 2005 en fournissant un cadre d'analyse des dernières évolutions et des attentes pour le futur. Qu'est-ce qui a poussé la Commission européenne à proposer le Socle européen des droits sociaux ? Quels sont les défis que les révisions des directives entendent relever ? Et quel peut être l'impact de ces évolutions sur la dimension sociale européenne ?

La première partie présentera un bref aperçu des différentes phases de construction de la dimension sociale ; la deuxième partie offrira une analyse détaillée de la manière dont la question sociale a évolué entre 2005 et 2014 ; la troisième partie expose les toutes dernières évolutions et la manière dont on peut les comprendre ; la dernière partie décrit les scénarios possibles pour l'avenir.

1. La construction de la dimension sociale dans une perspective historique

Quand on se place dans une perspective historique, on peut constater qu'environ tous les 15 ans, une proposition ambitieuse de rééquilibrage et d'évolution de la dimension sociale est adoptée. Ainsi, les années 1973/74 voient une première tentative avec l'adoption d'un programme social et l'activation des dispositions du Traité de Rome (article égalité homme/femme ; article 235 qui permet d'étendre les compétences à l'unanimité). Les années 1988/89 sont une période féconde avec l'adoption d'une Charte communautaire des droits sociaux fondamentaux des travailleurs (que le Royaume-Uni ne ratifiera qu'en 1998) suivi d'un ambitieux programme d'action. Les premières années du nouveau millénaire sont l'occasion de repenser le logiciel européen avec l'adoption d'une Charte des droits fondamentaux et la négociation d'un traité constitutionnel (qui sera un échec partiel). Enfin, les années 2015/16 sont marquées par la présentation d'un socle de droits et principes et d'un (très) mini programme social, lesquels pourraient constituer la quatrième tentative de relance de l'Europe sociale.

Chaque tentative a sa spécificité et ses acteurs principaux.

La première se fait dans un contexte de mobilisation sociale forte et de début de crise économique. Elle est la résultante d'une analyse des gouvernements nationaux et de la Commission selon laquelle ignorer le social n'est plus possible. A traité constant vont se développer deux politiques phares de l'UE : l'égalité hommes/femmes et la santé/sécurité au travail. Cette dynamique va durer 6/7 ans et s'épuisera avec l'avènement de Margaret Thatcher au Royaume-Uni (1979).

La deuxième tentative fait suite au projet de « grand Marché intérieur » et aux promesses du Président de la Commission Jacques Delors de développer parallèlement la dimension sociale. Une charte non contraignante comportant 12 sections est adoptée ainsi qu'un programme d'action de près de 50 mesures dont 20 de nature contraignante. La perspective est ici défensive. Face aux libéralisations et déréglementations qui se multiplient dans tous les pays et pour contrer les effets de la globalisation, il est nécessaire de garantir (déjà) un socle de droits. Outre Delors, certains gouvernements comme le gouvernement belge sont à la manœuvre, ainsi que les institutions européennes, le Parlement et le Comité économique et social. Ici aussi la poussée initiale ne dure que 6/7 ans. Elle s'abime sur la nécessité de respecter les critères de Maastricht pour l'entrée dans l'Union économique et monétaire (UEM), et les réformes des marchés du travail et de la protection sociale qui vont souvent de pair.

Le troisième essai est plus complexe, plus ambitieux mais aussi moins abouti. Il est la suite logique de l'intégration monétaire et de l'impossibilité (du moins historique) d'avoir une monnaie sans État. Ceci conduit à essayer de redéfinir les fondamentaux de l'intégration européenne. Cela passe fondamentalement par l'accélération de l'intégration politique en se donnant une (quasi) Constitution censée conduire à un *demos* partagé ainsi qu'une Charte des droits fondamentaux exprimant les valeurs communes. Au départ la place du social n'est pas très claire et il faudra beaucoup d'efforts pour l'inscrire à l'agenda de la Convention. C'est plus facile pour la Charte des droits fondamentaux mais les droits inclus le sont à droit constant et n'apportent peu ou pas d'innovation ou de progrès. Comme on le sait les deux projets sont contestés et aboutissent pour l'un à une proclamation à Nice en 2000 suivie d'une seconde proclamation à Lisbonne en 2007 et, pour l'autre à un long processus qui finira par aboutir au Traité de Lisbonne en 2007. Il n'est pas très clair de savoir qui sont les acteurs à la manœuvre : les États sont divisés, comme le sont les

opinions publiques. Par contre c'est l'occasion d'un changement de discours radical passant de l'idée d'un programme d'action législatif à celui d'une convergence par une méthode souple et non contraignante : la méthode ouverte de coordination prend sens (elle existait sous la forme de stratégie européenne de l'emploi (SEE) depuis 1998) avec le sommet de Lisbonne (2000). Celle-ci aussi s'épuise après 6/7 ans à la suite de la révision de la stratégie de Lisbonne et de la SEE en 2004/2005.

Ainsi 15 ans plus tard et presque 30 ans après la Charte des droits sociaux fondamentaux, l'UE dit vouloir opérer une nouvelle tentative de rééquilibrage et de développement d'une dimension sociale.

Cela passe par le projet d'élaborer un socle social comprenant des droits et des principes distribués en 20 domaines supposés garantir et améliorer l'acquis communautaire. L'ensemble est touffu ; il consiste en une quinzaine de documents, peu hiérarchisés, peu clairs. Quelques propositions (contrat de travail, accès à la protection sociale, conciliation vie familiale et professionnelle, …) constituent l'ébauche d'un programme de travail. Le résultat provient plus de l'analyse d'un risque de naufrage du projet européen sans dimension sociale, des ravages de la période d'austérité et de remise en cause du social national dans les opinions publiques que d'un plan structuré. C'est aussi un projet qui n'est pas appuyé par l'ensemble de la Commission, ni par beaucoup de gouvernements (au-delà d'un acte à portée symbolique). Il y a l'ambition d'avoir un impact sur l'UEM et le semestre européen au travers d'un *scoreboard* social. Toutefois le *scoreboard* proposé (qui devrait donner une coloration plus sociale à l'UEM et « socialiser » le Semestre (selon les termes de Zeitlin et Vanhercke, 2018) n'est finalement que le 5e ensemble d'indicateurs après ceux d'Europe 2020 (la suite de Lisbonne), de la procédure sur les déséquilibres macro-économiques (PDM), des indicateurs liés à l'emploi et ceux liés à la protection sociale (exclusion, pensions, santé). Difficile dans cette configuration d'avoir une idée précise de l'impact de cette nouvelle proposition. Toutefois la plupart des analyses approfondies (voir par exemple EESC, 2017 ; Rasnača, 2017) montrent les potentialités si des acteurs (puissants) s'en emparent.

2. Des prolégomènes aux évolutions récentes

Comme on l'a indiqué plus haut, 2005 marque une rupture dans l'approche européenne de la construction de la dimension sociale : avec l'élargissement, une forte croissance économique et une hausse de l'emploi, la dimension sociale de l'UE ne constitue plus qu'un point d'attention secondaire éclipsé par les questions de savoir comment accroître la productivité et la compétitivité. En substance, la compétitivité n'était pas considérée comme un élément étranger à la dimension sociale, mais plutôt comme une condition nécessaire du progrès social. Deux débats témoignent d'une telle évolution. L'article d'André Sapir sur les modèles sociaux européens (Sapir 2005) marque la transition entre une interprétation de la dimension sociale comme un objectif légitime en soi, et une approche soulignant que la politique sociale peut à certaines conditions aller de pair avec la compétitivité économique. D'où la déduction que certaines économies affichaient une combinaison plus favorable que d'autres, conjuguant un État-providence développé avec un taux d'emploi élevé, et que c'est vers cela que doivent tendre les systèmes d'État-providence. L'accent mis par la suite sur la flexisécurité, à partir de 2007, souligne également la nécessité d'aligner la politique sociale sur les nécessités de l'économie (Keune et Serrano, 2014). Une autre illustration frappante de cette évolution peut être trouvée dans la formule « plus d'emplois » figurant dans la stratégie révisée de Lisbonne de 2005, en oubliant la formulation initiale de la stratégie de Lisbonne, qui évoquait « davantage d'emplois et de meilleure qualité ». Cette période a toutefois été également caractérisée par l'adoption de plusieurs directives dans le domaine social après une longue période de blocage (pouvant aller jusqu'à dix ans), et cela même si la directive sur le temps de travail n'a finalement pas pu aboutir (Degryse et Pochet, 2017). À cet égard, un élément important réside dans le fait que pour la première fois, le Conseil a tenté d'introduire dans une directive sociale des dispositions marquant un recul, en dépit de la présence dans le Traité d'une clause interdisant ce type de régression.

Au cours de la même période, la Cour de justice de l'UE, dont le rôle est devenu de plus en plus important, a gravement remis en cause le système de relations industrielles et le droit du travail dans plusieurs États membres avec les affaires Viking-Laval-Rüffert et Luxembourg (Barnard, 2008 ; Bercusson, 2007 ; Bücker et Warneck, 2011). Les décisions de la Cour ont remis en question une conception admise de

longue date selon laquelle l'intégration économique constituait une compétence européenne, alors que la politique sociale relevait des compétences nationales ; dès lors, les relations industrielles nationales et donc les droits sociaux nationaux, comme la liberté d'association, le droit à la négociation collective ou le droit de grève, ne pouvaient être remis en question. Les affaires Viking- Laval- Rüffert ont changé fondamentalement la situation, la Cour estimant que même si les domaines en question ne figuraient pas dans le champ des compétences communautaires, les États membres étaient néanmoins tenus de se conformer au droit de l'UE. Les décisions de la Cour reconnaissaient le droit de mener des actions collectives. Mais, dans le même temps, la Cour estimait aussi que les employeurs pouvaient poursuivre les syndicats devant les tribunaux pour obtenir un jugement sur la légalité de toute action collective en prétendant que cette action collective violait leurs libertés économiques, ce qui supposait d'appliquer un test de proportionnalité et de fixer les conditions de tels tests. Les décisions de la Cour impliquaient aussi une interprétation stricte de la directive sur les travailleurs détachés (voir plus loin), qui en faisait une directive fixant non plus des conditions minimales mais des conditions maximales. Ainsi, les décisions de la CJUE ont réaffirmé l'objectif essentiel de l'intégration économique et l'accent mis sur la libre concurrence. Ce faisant, elles ont subordonné la législation nationale, y compris dans des domaines n'entrant pas dans le champ d'application du Traité, à la logique du libre marché.

La période qui a précédé la crise économique qui a éclaté en 2008 a pu être décrite comme une « impasse » (Jepsen, 2009). Cette période se caractérise par une succession d'élans rhétoriques évoquant la nécessité d'un « Modèle Social Européen», comme lors de la consultation sur les réalités sociales en 2007, et comme l'atteste également le flux constant de communications et de rapports sur des questions relevant des politiques sociales. Toutefois, peu de signes laissaient présager qu'une nouvelle stratégie aurait pu placer les questions sociales au centre du processus décisionnel européen. Nous pourrions, de manière générale, décrire l'impasse évoquée plus haut comme résultant de la conviction que le « Modèle Social Européen » devait évoluer vers une forme de solidarité articulée sur des politiques susceptibles de permettre effectivement aux individus, aux régions et aux pays d'opérer avec succès sur un marché international. Comme l'indique Goetschy (2006), la construction et le progrès du modèle social euro-

péen se caractérisent par des luttes de pouvoir et des compromis, et cela a semblé particulièrement être le cas durant cette période.

La crise qui a éclaté en 2008 a marqué le début d'un nouvel élan, alors que les États membres tentaient péniblement de faire face à la chute brutale de la demande, au gel des flux de crédits et à une forte progression des incertitudes. Même si les politiques du marché du travail et de protection sociale visaient à permettre de faire face aux chocs spécifiques par des mesures d'ajustement plutôt que de protection, de nombreux États membres ont, dans les faits, renforcé leur système de protection sociale et étendu des mesures permettant aux entreprises de conserver leur personnel plutôt que de procéder à des licenciements. Des mesures de relance ont été adoptées dans tous les pays développés, comme jamais auparavant, des banques ont été sauvées et des secteurs industriels soutenus et, pour la première fois depuis longtemps, dans de nombreux pays, la protection sociale a été renforcée (très peu de pays ont procédé à des coupes budgétaires dans les premiers moments de la crise). La protection sociale a été reconnue dans son objectif initial de protection, mais aussi pour son rôle de stabilisateur automatique. Les allocations-chômage ont été relevées (généralement de manière temporaire), l'accès à ces allocations a été rendu plus facile pour certains groupes de travailleurs (en particulier les jeunes) et dans certains cas, la durée d'octroi des allocations a été prolongée. Ces initiatives ont été complétées par des efforts visant à renforcer l'activation des chômeurs et la formation. Toutefois, le phénomène probablement le plus intéressant a été l'explosion, sur le plan quantitatif, du nombre des travailleurs concernés par différents régimes de réduction du temps de travail (chômage économique en Belgique ou en France, *kürzarbeit* en Allemagne, etc.). Au moment où la crise s'est intensifiée, durant l'hiver 2008-2009, le nombre des travailleurs employés dans ces régimes a explosé et ces régimes ont été renforcés, étendus à des travailleurs temporaires, prolongés, et en particulier, exportés vers les États membres d'Europe centrale et orientale. Autre phénomène également devenu très apparent : les pertes d'emplois massives subies par les travailleurs temporaires, et, dans certains pays, les mesures visant à préserver les travailleurs essentiels. Enfin, le soutien aux revenus a été renforcé pour les familles et les coûts non salariaux du travail ont également été réduits dans un certain nombre de pays. En revanche, ce à quoi nous n'avons pas assisté, c'est à un mouvement massif de créations d'emplois dans le secteur public

et de départs anticipés à la retraite – ce qui marque une rupture nette avec les crises antérieures.

En dépit de ce changement manifeste dans le comportement des entreprises et des gouvernements, le discours politique au niveau européen n'a pas pris un nouveau départ – maintenir les travailleurs dans des emplois selon des horaires de travail réduit était considéré comme utile, mais seulement sur une base temporaire, afin de ne pas entraver la destruction créatrice dans l'économie et ne pas faire ainsi obstacle à l'allocation efficiente des ressources humaines sur le marché (voir European Commission, 2009a ; European Commission 2009b). Les recommandations politiques étaient principalement axées sur la mobilité de la main-d'œuvre, l'accès à l'emploi et la formation. Mais le discours politique ne se posait guère de questions sur la manière dont le marché du travail était impacté et comment cela aurait pu entraîner un changement au niveau des recommandations politiques.

L'un dans l'autre, durant la première ou les deux premières années de la crise, les actions adoptées au niveau européen ont été plutôt timides, ce qui peut s'expliquer par différents motifs, comme le fait que les États membres étaient focalisés sur la gestion de situations nationales difficiles et incertaines, le fait que la stratégie de Lisbonne arrivait à son terme en 2010 et que la Commission Barroso-II avait été mise en place à la mi-2009, ce qui rendait difficile la continuité de l'action.

2010 a marqué un tournant à différents égards : tout d'abord, la stratégie de Lisbonne a cédé la place à Europe 2020, qui mettait l'accent sur l'emploi, la formation et la lutte contre la pauvreté ; en outre, la plupart des États membres de l'UE ont commencé à adopter des programmes d'austérité ; enfin, la crise grecque a clairement montré la faiblesse du système de gouvernance qui soutenait l'euro (Theodoropoulous, 2018). Ces trois éléments cumulés témoignaient de l'existence d'une nouvelle ère quant à la manière dont la question sociale devait être définie et traitée au niveau européen.

Le changement principal est venu du renforcement du système de la gouvernance économique. En effet, si la crise n'avait pas entraîné de nombreuses initiatives nouvelles du côté de la politique sociale, elle a en revanche vu l'éclosion de toute une série d'initiatives nouvelles en matière de gouvernance économique.

La crise financière et économique qui a plongé de nombreux États membres de l'UE dans une crise budgétaire a amené les marchés financiers à faire pression non seulement sur les pays en question comme la

Grèce, l'Irlande, le Portugal, l'Espagne et l'Italie, mais aussi sur l'euro et donc sur l'Europe au sens large. Cette pression a conduit à des actions sans précédent au niveau européen, en termes d'initiatives législatives intergouvernementales visant à renforcer la gouvernance économique et à établir – à la manière du FMI – un fonds pour soutenir les pays de la zone euro, le Mécanisme européen de stabilité financière (MESF), qui devait être suivi par un mécanisme fondé sur un traité, le Mécanisme européen de stabilité (MES). La Commission européenne a produit un ensemble de règlements et de directives portant sur la coordination des politiques budgétaires, les déséquilibres macro-économiques et les politiques structurelles. Ce changement profond a conduit indirectement à une définition univoque des orientations de politique sociale. Les réformes nationales avaient pour principal objectif de parvenir à l'équilibre budgétaire, voire à un excédent, en se focalisant sur les dépenses publiques plutôt que sur les revenus, avec une limitation ou une baisse du ratio de la dette publique, une priorité donnée à la compétitivité (par le biais des coûts unitaires de main-d'œuvre) et la réalisation d'une position (positive) sur la balance des comptes courants, et ces objectifs devaient être atteints *via* des recommandations nationales spécifiques. Les cadres budgétaires nationaux étaient tenus de s'aligner au mieux avec la nouvelle structure de la gouvernance économique et de se conformer à un nouvel ensemble de règles. Enfin, pour pouvoir assurer le respect de la nouvelle gouvernance économique et budgétaire, un ensemble de sanctions financières ont été imaginées. Parallèlement à cette modification profonde de la structure de gouvernance, Angela Merkel et Nicolas Sarkozy présentèrent un Pacte de compétitivité au début de 2011. Ce plan, quelque peu modifié, fut adopté par les pays de la zone euro, ainsi que par d'autres membres de l'UE, fin mars 2011 et rebaptisé Pacte pour l'euro Plus (voir l'article de Degryse, 2012).

Ces mécanismes très contraignants et en partie basés sur les traités ont conféré un pouvoir plus important à la Commission européenne et au Conseil européen quant à la manière dont les États membres doivent établir leur budget, et par conséquent à la manière dont les États membres peuvent définir et financer leurs politiques sociales.

La période qui va de 2008 à 2014 a également été caractérisée par un arrêt complet de la création de la dimension sociale européenne tant en termes de *soft-law* que de dispositions légales contraignantes (Degryse et Pochet 2017). Les seules initiatives qui ont vu le jour ont

été la recommandation sur la garantie européenne pour la jeunesse, adoptée par le Conseil, et l'agenda pour l'investissement social en 2013. Certaines idées ont été émises mais rapidement enterrées, telles que le système européen d'allocations de chômage (Beblavý et Lenaerts, 2017). Cela ne signifie pas toutefois que la politique sociale n'était pas un élément à l'ordre du jour européen : c'est plutôt l'inverse qui était vrai. Le système de gouvernance économique décrit plus haut produisait des recommandations spécifiques par pays et 50 % d'entre elles étaient consacrées à la politique de l'emploi et à la politique sociale (Clauwaert, 2018). Le cadre dans lequel ces réformes avaient été proposées était celui de la maîtrise des coûts et de la flexibilité. Les recommandations plaidaient en faveur de la décentralisation de la négociation collective, du relèvement de l'âge de la retraite, d'une évolution des salaires liée à la productivité au niveau local, de l'adaptation de la législation sur la protection du travail pour rendre l'emploi plus flexible, d'une amélioration de la transition entre l'école et le travail pour les jeunes. Très peu de recommandations portaient sur l'amélioration de l'accès à la protection sociale ou la garantie que les plus vulnérables bénéficiaient bien du système d'État-providence. Alors qu'il y a toujours un débat en cours pour savoir si le système de gouvernance économique exerce un impact sur l'agenda des réformes au niveau national (Heins et de la Porte, 2016 ; Efstathiou et Wolff, 2018), il semble ne pas faire de doute que l'intrusion du niveau européen dans la prise de décision politique dans le domaine social n'a jamais été aussi importante que durant cette période (voir par exemple, Degryse *et al.*, 2013, Heins et de La Porte, 2016). Comme l'écrit Roland Erne, « la gouvernance économique européenne s'explique avant tout par la capacité du nouveau régime supranational de l'Union européenne à nationaliser les conflits sociaux » (Erne, 2015). En établissant un système de gouvernement supranational basé sur le Pacte de stabilité et de croissance, le niveau européen a créé un système qui oriente la manière dont les gouvernements nationaux doivent réformer leur État-providence, le système des relations industrielles et le marché du travail et ce, afin de parvenir à un faible niveau de la dette publique, à une position budgétaire neutre et à une amélioration de la balance des paiements courants. La volonté politique qui émerge finalement de la gestion de la crise autour de 2011 est centrée sur l'économie et perçoit la dimension sociale comme un facteur d'ajustement par rapport à la restructuration et aux difficultés économiques. Dès lors, on pourrait conclure que pour répondre à l'euroscepticisme et à la montée de

l'extrême-droite, le nouveau départ qui a été pris ne consiste plus à rassurer les citoyens européens quant au fait que l'Europe était également sociale. Bien au contraire, la stratégie adoptée était davantage axée sur la volonté de s'assurer que les externalités négatives seraient limitées et dans le meilleur des cas inexistantes, c'est-à-dire faire en sorte que la situation difficile des finances publiques dans un pays n'ait pas d'impact négatif sur d'autres pays de la zone euro. Le sens donné à la « solidarité » entre les États membres de l'UE devenait ainsi la garantie que les pays affichant une dette publique et des déficits budgétaires élevés ne mettraient pas en danger d'autres États membres de l'UE.

En 2013, le chômage avait progressé pour atteindre les 25 millions d'unités contre 16 millions de chômeurs en 2008, la pauvreté avait augmenté, les inégalités s'étaient accrues, la croissance du PIB affichait un double creux de récession ou « double dip » (ETUI/ETUC 2014), et le soutien à l'UE atteignait un plus bas historique, puisque 29 % de la population européenne avaient une image négative de l'Union européenne et que seuls 31 % des Européens faisaient confiance à l'UE (European Commission, 2014, 2018).

En résumé, depuis 2005, l'Europe non seulement n'a plus de paradigme central en matière de politique sociale, mais elle remet en cause quelques-uns des principes fondamentaux sur lesquels les différentes versions des politiques sociales s'étaient bâties, notamment sur l'égalité entre travailleurs sur un même territoire et la capacité des États membres de pouvoir faire jouer la sécurité sociale comme stabilisateurs automatique. Auparavant, il existait une sorte de division de tâches implicites : au niveau européen l'efficacité du marché et au niveau national la légitimité de la redistribution, une division des tâches résumée en une formule par David Natali (2011) : « Adam Smith au niveau européen et Keynes au niveau national ». Or maintenant cela ressemble davantage à Adam Smith voire à Hayek avec le marché comme unique boussole au niveau européen et national (Höpner et Schäfer, 2012). Comme l'indiquent Favarel et Quintin (cette dernière ayant été directrice générale de la DG Emploi à la Commission européenne) dans la conclusion de la seconde édition de leur livre sur l'Europe sociale « (…) l'éventail des moyens s'est élargi et (…) il manque à la fois la volonté politique et une vision claire de ce que doit être la politique sociale communautaire » (2007 :166).

3. 2015 – … Un nouveau départ ?

3.1. Le contexte politique

La situation politique est marquée par le débat sur le Brexit. Pour la première fois de son histoire, l'UE pourrait rétrécir et non plus s'élargir. Le Brexit est aussi un vote de rejet de l'Europe non sociale et des règles de libre-circulation jugée trop laxistes. En ce sens le rétrécissement est bien lié à une mauvaise gestion des élargissements.

Le vote populiste de refus tant de l'UE que des migrants prend une forte ampleur. En Europe centrale Viktor Orban en Hongrie et le P.i.S de Lech Kachinsky en Pologne sont en même temps anti-européens, anti-migrants, sans respect pour la démocratie libérale mais aussi sociaux pour les nationaux. C'est la nouvelle donne, des mouvements populistes et d'extrême-droites prosociales mais pas tous (voir *a contrario* l'A.f.D en Allemagne). La crise de la gestion des réfugiés indique à nouveau une forte division de l'Europe (Krastev, 2018). Si le refus des pays de l'Europe Centrale et de l'Est de prendre leur part a été le plus médiatisé, ils n'ont pas été les seuls (voir la France ou le Danemark).

En termes politiques, on assiste aussi à un effondrement sans précédent au plan national de la social-démocratie. Cela est particulièrement frappant en Grèce, au Pays-Bas, en France, en Allemagne, en Autriche, en Tchéquie et dans une moindre mesure en Espagne. Seuls les socialistes au Portugal et le Labour au Royaume-Uni s'en sortent bien.

La Commission européenne sous Jean-Claude Juncker est toujours déséquilibrée avec seulement 8 commissaires sociaux-démocrates sur 28. Le PPE gagne les élections parlementaires de 2014 mais perd beaucoup de sièges. Le S&D est quant à lui à son minimum historique. Par contre, les partis anti-européens progressent. Dans un contexte politique qui n'a pas fondamentalement changé (majorité à droite), des doutes émergent et des craintes se multiplient à propos du futur de la construction européenne. Cela a conduit le Président de la Commission à lancer l'idée d'une Europe sociale « triple A » et à se démultiplier pour montrer que l'ère Barroso et l'austérité aveugle sont terminées.

Cette situation politique particulièrement complexe a pour conséquence paradoxale de relancer le débat sur le futur de l'Europe et en particulier sa dimension sociale (European Commission, 2017a) avec la publication par la Commission de plusieurs scénarii et de cinq documents sur différents enjeux (sociaux, monétaires, militaires, de

cohésion, financement). Ceci provient plus de l'analyse d'un risque de naufrage du projet européen sans dimension sociale, des ravages de la période d'austérité et de remise en cause du social national dans les opinions publiques que d'un plan structuré visant à développer une dimension sociale forte. C'est aussi un projet qui n'est pas appuyé par l'ensemble de la Commission, ni par beaucoup de gouvernements (au-delà d'un acte à portée symbolique). À partir de 2017, le discours très pro-européen du Président français Emmanuel Macron rompt avec une tradition de blâmer l'UE pour tous les problèmes et fournit une vision positive d'une intégration plus poussée.

En matière sociale, cette relance passe par l'adoption en novembre 2017 d'un socle social européen rassemblant un ensemble de droits et de principes distribués en 20 domaines supposés garantir et améliorer l'acquis communautaire (European Commission, 2017b). Selon les termes de la Commission, « l'objectif du socle européen des droits sociaux est de conférer aux citoyens des droits nouveaux et plus efficaces ». Il repose sur 20 principes clés qui se déclinent autour de trois thèmes : égalité des chances et accès au marché du travail ; conditions de travail équitables ; protection et insertion sociales. L'ensemble est touffu comportant une quinzaine de documents, peu hiérarchisés, peu clairs. Quelques propositions (réconciliation vie familiale et professionnelle, contrat de travail, accès à la protection sociale, ...) constituent l'ébauche d'un programme de travail. Les deux derniers principes visent à assurer un minimum de droits à l'ensemble des travailleurs quel que soit leur statut, ce qui est important, notamment mais pas uniquement, dans l'économie de plate-forme qui utilise souvent de faux-indépendants. C'est en tous cas le début d'une réflexion sur le travail et les contrats de travail dans une économie digitalisée.

L'autre pan d'action est l'ambition d'avoir un impact sur l'union monétaire et le semestre européen, de « socialiser » le Semestre. Ceci passe par un *scoreboard social* qui devrait donner une coloration plus sociale à l'UEM.

De manière complémentaire un plan d'investissement européen qui se veut ambitieux est adopté en 2015 et prolongé par la suite. Toutefois au-delà du message positif qu'il veut donner, il reste très peu clair si *in fine* il s'agit de « vrais » nouveaux investissements. De plus, ils sont plus importants dans les pays qui en ont moins besoin que dans ceux qui sont en crise.

Par ailleurs, la Commission et le Conseil affirment vouloir relancer le dialogue social européen. Toutefois BusinessEurop[1]e s'oppose à l'ensemble des propositions liées au socle social, ce qui ne permet pas d'être optimiste sur cette relance.

La question de la libre-circulation, dans son volet « mobilité de la main-d'œuvre », revient au centre de l'actualité (et ceci avant les vagues de réfugiés de l'été 2015). La Commission propose plusieurs directives sur les travailleurs saisonniers, sur les travailleurs qualifiés (*green card*), sur les personnes travaillant à l'intérieur de groupes multinationaux. Clairement la mobilité de la main-d'œuvre est envisagée comme une des solutions à la crise de l'emploi.

En termes de concept fédérateur, la notion d'investissement social essaye de se frayer un chemin dans le débat public. Cette idée a été partiellement reprise en 2013 par la Commission avec un paquet « investissement social » (voir *supra*). Elle est promue et soutenue par une série d'intellectuels proches des *think tanks* de gauche, tels Anton Hemerijck, Bruno Palier, Frank Vandenbroucke, Gosta Esping-Andersen, … (pour une vue d'ensemble : voir Hemerijck, 2017 ; pour une présentation critique : voir Nolan, 2013). Une des idées-clé est que le social est un investissement et particulièrement si on poursuit des politiques préventives plutôt que réparatrices. Le cas le plus emblématique est celui de la petite enfance où des investissements massifs pourraient augmenter le capital humain, réduire les inégalités ou encore les violences.

Comme on le voit, il se produit un changement de discours dans un environnement politique qui ne s'est guère amélioré, et s'est même détérioré si on considère le Brexit ou la division des États sur la question des réfugiés. Toutefois le cas des travailleurs détachés et l'adoption d'une nouvelle directive semble indiquer que la période de dérégulation massive prend fin et que l'on revient aux fondamentaux d'une Europe non pas sociale mais qui empêche les concurrences sur un même territoire. Plus intéressant encore, comme nous le montrons dans la section suivante il s'agit peut-être d'un changement plus fondamental lié à de nouvelles préférences dans de nombreux PECO.

1. BusinessEurope est une association patronale européenne et un lobby qui défend les intérêts des employeurs d'entreprises privées auprès de l'UE.

3.2. La saga du détachement des travailleurs : un concentré d'enjeux de l'Europe sociale.

En mai 2018, le Conseil et le Parlement européen ont adopté une nouvelle mouture de la directive sur les travailleurs détachés qui marque un changement radical avec l'approche précédente. En effet alors que la construction européenne avait été basée sur l'égalité sur un même territoire compensant en partie la faiblesse du social européen, la question des travailleurs détachés portent la concurrence au cœur même des États. Le travail détaché est illustratif des tensions qui traversent la question de la nature de la dimension sociale européenne.

Dans les années 1980 et au début des années 1990, le détachement des travailleurs dans l'UE constitue un phénomène de faible ampleur qui concerne un nombre limité d'entreprises. La question du droit du travail applicable est relativement complexe mais celle-ci ne pose pas de problèmes majeurs car les salaires et les conditions de travail entre les six puis les neuf États membres de l'UE ne sont pas radicalement différents.

La chute du Mur de Berlin fin 1989 et le passage au capitalisme des anciens satellites de l'Union soviétique changent la donne. La concurrence salariale augmente et le détachement se développe rapidement. Comment gérer cette nouvelle forme de concurrence devient une question controversée, entre ceux qui veulent une égalité totale et immédiate entre travailleurs nationaux et détachés et ceux qui souhaitent de la souplesse et vantent les effets positifs d'une mise en concurrence.

Finalement, une directive est adoptée en 1994. Celle-ci prévoit que les États membres peuvent garantir aux travailleurs détachés un noyau dur de conditions de travail et d'emploi couvrant notamment le taux minimal de salaire, le temps de travail, le nombre de congés payés et les règles liées à la santé et la sécurité. Pour que ces règles puissent s'imposer à toutes les entreprises, quelle que soit leur nationalité, elles doivent faire preuve d'une certaine légitimité et donc être prévues soit par la loi, soit par de véritables conventions collectives.

L'élargissement de 1995 à l'Autriche, la Finlande et la Suède accroît la diversité des systèmes de relations industrielles. Dans certains pays, le salaire minimum conventionnel dans le secteur de la construction n'est pas étendu *erga omnes* à l'ensemble des entreprises et travailleurs. Les employeurs de travailleurs détachés font donc pression pour payer le

salaire minimum ou agréé de leur pays d'origine. C'est également le moment où l'on commence à constater des abus, notamment dans le non-respect du temps de travail ou encore des frais énormes pour le logement et les repas, avec des entreprises parfois à la limite de la légalité, voire fictives. L'arrivée dans l'UE des 10 nouveaux États membres en 2004 aux coûts salariaux largement inférieurs à ceux de l'Europe des 15 accélère cette dynamique. En France, le nombre de travailleurs détachés était de 212 000 personnes en 2013 (soit une multiplication par 21 entre 2000 et 2013 selon la Direction générale du Travail, 2018).

Le travail détaché devient l'exemple presque caricatural de la division Est/Ouest en matière sociale. Dans la plupart des (anciens) États membres il est interdit aux travailleurs des PECO de s'installer dans un autre pays durant une longue période transitoire. Dans ce contexte, le travail détaché qui, lui, est permis, se développe. Il devient le symbole du dumping social (le plombier polonais) pour les pays les plus riches de l'UE mais est considéré comme un aspect de la compétitivité pour les PECO. Cette situation de plus en plus tendue s'aggrave en 2008 avec les arrêts Viking, Laval, Luxembourg et Ruffert de la Cour de justice européenne (voir *supra*).

Sous de fortes pressions pour sa nomination pour un second mandat, le Président de la Commission européenne, Manuel Barroso, s'engage formellement à améliorer la directive. Celle-ci est finalement partiellement revue en 2014 non pas sur le fond mais sur les contrôles des abus. Sept pays refusent toutefois le compromis : le Royaume-Uni et six nouveaux États membres, l'Estonie, la Hongrie, la Lettonie, Malte, la République tchèque et la Slovaquie. Mais cela n'apaise pas les tensions, d'autant que le nombre de travailleurs détachés continue à augmenter rapidement (de 58 % entre 2010 et 2016). Ils sont 2,3 millions en 2016 (Pacolet et de Wispelaere, 2017).

Lorsque la Commission propose de revoir la directive, 11 pays (Bulgarie, Croatie, Danemark, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie et Slovaquie) lui adressent un « carton jaune » en mai 2016.

Pourquoi alors, après 2 ans de négociation arrive-t-on à une nouvelle directive ? Il s'agit d'un débat politique et juridique.

Tout d'abord la Commission européenne et le Parlement européen décident de revenir aux fondamentaux de l'ère Delors. Une Commission qui s'engage sur le social et un Parlement où les deux grands groupes politiques s'allient pour améliorer la copie de la Commission.

C'est la même chose avec la Cour de Justice qui après les arrêts anti-sociaux Laval, Viking et autres redevient plus mesurée et plus sociale avec l'arrêt (C396/13) de 2015 qui remet en cause les arrêts précités.

Mais le plus intéressant concernent les États membres et particulièrement ceux des PECO (Picard et Pochet, 2018).

En effet, il se produit, selon nous, un changement progressif de préférence d'une partie des gouvernements des PECO concernant leur modèle de développement. Le modèle choisi jusqu'alors, celui d'une compétition par les coûts salariaux et des salaires minimaux très bas, entraîne une émigration importante des travailleurs nationaux car les perspectives d'augmentation salariale sont faibles en particulier pour les personnes qualifiées qui restent au pays.

Les gouvernements de plus en plus nationalistes sont confrontés à une migration importante et à un affaiblissement démographique dans un contexte de taux de natalité par ailleurs très bas. Le modèle choisi a donc de clairs effets pervers et bloque finalement les possibilités de développement national. Il ne permet pas de monter dans la chaîne de valeur et limite fortement la convergence avec l'ouest de l'Europe.

Ceci s'accompagne de campagnes syndicales européennes incluant l'ensemble des syndicats des PECO qui justement visent un processus de convergence par des augmentations salariales nationales. Les syndicats de ces pays (à quelques exceptions près) n'appuient pas le modèle à bas coût dont le travail détaché est l'un des symboles. La Confédération européenne des syndicats organise une campagne structurée de *lobbying* des ministres du Travail et des Premiers ministres des PECO pour les convaincre de ne pas s'opposer à la directive.

On en revient finalement, après 20 années de pérégrination, aux principes de base qui ont régi l'UE depuis son origine. En l'absence d'harmonisation sociale européenne, les différents États membres doivent pouvoir développer au niveau national les protections qu'ils jugent nécessaires, et ne pas se trouver confrontés à une concurrence déloyale sur leur territoire entre des travailleurs ayant des protections et droits divers et employés par des entreprises utilisant toutes les possibilités pour ne pas respecter une concurrence loyale. La leçon la plus intéressante est bien l'échec d'une politique de concurrence par les coûts telle que pratiquée par nombre de PECO.

4. Quelles perspectives ?

Si l'on veut maintenir et renforcer le modèle social européen, il faut aujourd'hui agir sur trois plans de façon complémentaire : il faut remettre les questions sociales en haut de l'agenda politique européen ; compléter l'UEM et la doter d'instruments de stabilisation et changer l'orientation des politiques économiques.

Ce dernier point est évidemment le plus important. Une nouvelle gouvernance européenne doit être mise au service non des marchés financiers mais de la transition d'une société sur-consommatrice d'énergie et de matières premières qui sous-valorise le travail, à une société économe, fondée sur la qualité de l'emploi, l'augmentation de l'efficacité énergétique, l'énergie renouvelable, la durabilité des produits, le recyclage systématique des matériaux, la transformation des chaînes de production. En d'autres termes assumer la transition vers un modèle bas carbone. Il nous faut élaborer une feuille de route européenne pour cette transition juste d'ici 2050.

Ceci ne peut se faire qu'à la condition que l'on crée des institutions porteuses de solidarité, qui limitent la place du marché. Elles doivent permettre de soutenir un processus de convergence dans un monde marqué par une nouvelle phase complexe de la globalisation et par la nécessité d'une transition écologique la plus rapide possible. Mais c'est surtout par un débat démocratique ouvert et des alliances nouvelles d'acteurs qu'un déblocage pourrait se faire.

Plus spécifiquement, il nous semble nécessaire de :

1°/ Remettre le social au cœur de la politique européenne

L'objectif est de faire en sorte que l'action s'oriente effectivement vers le programme de convergence économique et sociale dont l'UE est mandatée par les traités (Article 151 du TFUE). Il faut réaffirmer que les institutions européennes sont strictement liées par les droits fondamentaux, et ne peuvent échapper à leurs obligations. Pour que les « libertés » économiques ne puissent restreindre les droits sociaux fondamentaux, un Protocole serait joint aux traités européens.

Dans cette perspective, l'UE et les États membres doivent en particulier agir dans les domaines suivants :

— la fixation des salaires est une compétence nationale. De ce fait, elle doit être traitée conformément aux pratiques et aux systèmes nationaux de relations du travail, dans le respect de

l'autonomie des partenaires sociaux et de la négociation collective. Mais il faut aussi favoriser une coordination nationale afin que les salaires puissent être dans le moyen terme compatibles avec les contraintes de l'UEM (au lieu de forcer une décentralisation radicale) (renforcement des institutions) ;

— il convient d'instaurer dans chaque État membre un revenu social minimum fondé sur des principes communs européens qui permettraient de vivre dignement (réduction du marché) ;

— il faudrait créer une plateforme tripartite européenne afin d'évaluer de manière générale comment le dialogue social et la négociation collective sont soutenus et mis en œuvre dans les États membres et évaluer comment sont transposés et mis en œuvre au niveau national les accords européens du dialogue social (renforcement des institutions) ;

— il faut réaffirmer le principe « égalité des salaires, égalité des droits », garant d'une concurrence loyale, du respect des droits des travailleurs et du droit du travail, et des systèmes de relations industrielles européens (convergence) ;

— il faut donner aux systèmes de protection sociale les moyens de faire jouer pleinement leur rôle de redistribution *via* les prestations et l'accès universel aux services sociaux et de santé de qualité, quels que soient les revenus. Il faut mettre en place des indicateurs de performance des systèmes de protection sociale pour mesurer les évolutions (accès aux soins de santé, travailleurs pauvres, etc.), et fixer des objectifs communs (limitation du marché) ;

l'UE doit renforcer l'amélioration des conditions de travail et de santé-sécurité et proposer un nouveau programme de santé-sécurité au travail avec la fixation d'objectifs quantitatifs minimaux pour l'inspection du travail (renforcement des institutions, rôle de l'État).

Par ailleurs, la gouvernance d'entreprise doit être changée au niveau européen, en particulier :

— des règles européennes sont nécessaires pour améliorer la transparence et le bien-fondé des chaînes de sous-traitance. Il faut en particulier proposer un instrument européen réglementant la responsabilité conjointe et solidaire de l'entreprise utilisatrice (« responsabilité en chaîne »), et de l'intermédiaire dans le cas du travail intérimaire (convergence) ;

— mettre en place des représentants des travailleurs dans les entreprises, investis de pouvoirs réels pour contribuer à la transition verte (nouvelle institution) ;

— encadrer les méthodes de gestion qui reposent sur l'intensification intenable des rythmes et de la charge du travail de manière à combattre les maladies liées au stress, *burn-out*, suicides (démocratie) ;

— il faut à cette fin créer un socle commun de droits et d'obligations des entreprises dans la gestion des restructurations qui permettent d'accompagner les transitions (rôle de l'État) ;

— il faut instaurer des clauses sociales et environnementales contraignantes dans les marchés publics (limites du marché).

2°/ Compléter l'UEM

La nouvelle gouvernance européenne doit poursuivre comme objectif la stabilisation de la zone euro *via* l'élargissement du rôle de la BCE comme prêteur en dernier ressort, permettant l'émission d'euro-obligations ; ainsi que par la mise en œuvre de programmes de croissance par pays. Mais à moyen terme, il faut également procéder à une évaluation détaillée des instruments de stabilité sociaux dans la zone euro. Il faut examiner de manière approfondie les différents aspects de mise en place d'un système d'assurance chômage au niveau de la zone euro (ou de l'UE) pour travailleurs victimes d'un choc asymétrique (institution). Il faut également promouvoir l'émergence progressive de formes de protection sociale européenne, notamment *via* le renforcement du Fonds européen d'ajustement à la mondialisation pour faire face aux nouveaux risques liés à la mondialisation (institution).

Il faut revenir à une expertise pluraliste. C'est pourquoi il serait utile d'ouvrir un débat sur ces enjeux, qui respecte la diversité des approches, par exemple avec la création d'un Conseil européen d'analyse économique sur le modèle français, ou de grands centres de référence, comme en Allemagne. Le niveau européen doit redevenir un lieu ouvert de débats sur les possibles futurs, au lieu d'une machinerie imposant une vision unilatérale et biaisée du monde (démocratie).

Enfin, il faut développer des régimes fiscaux progressifs et redistributifs en ce qu'ils contribuent au financement des systèmes de protection sociale et de la transition verte :

— par l'harmonisation de l'assiette pour l'impôt des sociétés et des taux d'imposition minimum pour les entreprises (par exemple :

introduction d'un taux minimum de 25 % qui est le taux d'imposition moyen actuel en Europe) ;

— par l'instauration d'une taxe sur les transactions financières (TTF) couvrant non seulement les actions, mais aussi les obligations et les produits dérivés ;

— par une lutte résolue contre la concurrence fiscale et l'évasion fiscale : il convient d'établir des principes communs pour une fiscalité sur les revenus et la fortune.

L'UE doit promouvoir et coordonner les investissements dans la recherche, la recherche appliquée et l'innovation ; elle doit contribuer à la mise en œuvre de politiques industrielles coordonnées et régulées et de systèmes coopératifs de brevet (open source) (limite du marché).

Pour faire avancer certaines des propositions ci-dessus, la dernière Commission avait introduit dans le Socle européen des droits sociaux certains des éléments clés sur lesquels elles devraient s'appuyer. Les évolutions futures dépendront toutefois de l'analyse conjoncturelle et structurelle qui sera faite.

Une première possibilité est que survienne une embellie économique, que les tumultes provoqués par Donald Trump et Theresa May s'apaisent, que les reculs de la vague populiste ou encore le relatif retour en grâce de l'UE auprès des opinions publiques entraînent un retour au *Bussiness as Usual*, autrement dit que le social passe à la trappe.

Ou alors, et il s'agit de la deuxième possibilité, quelques avancées en matière sociale pourraient émaner de cette période confuse mais sans mener à un véritable rééquilibrage entre le social et l'économique.

Une troisième possibilité serait que la reconnaissance des risques d'une nouvelle crise financière et globale, la méfiance persistante autour des effets positifs réels de l'UE, le chômage persistant dans nombre d'États, les inquiétudes concernant la conjoncture internationale, mènent à un regroupement d'acteurs stratégiques. Ceux-ci parviendraient à structurer un changement de long terme qui viserai à rééquilibrer le social et l'économie.

De cette lecture collective du moment découlera les potentialités réelles du socle social entre un pétard mouillé qui s'éteindra rapidement, un nouveau cycle inachevé ou un premier pas vers un changement dans la durée qui, espérons-le, sera supérieur aux sept années des précédents cycles.

Références

Barnard C., 2008, « Viking and Laval: An Introduction », in C. Barnard (ed.), *The Cambridge Yearbook of European Legal Studies*, n° 463, pp. 466-70.

Beblavý M. et K. Lenaerts, 2017, *Feasibility and Added Value of a European Unemployment Benefits Scheme*, Brussels, CEPS.

Bercusson B., 2007, « The Trade Union Movement and the European Union: Judgment Day », *European Law Journal,* n° 279.

Bücker A. et W. Warneck, 2011, *Reconciling Fundamental Social Rights and Economic Freedoms after Viking, Laval and Rüffert*, Baden-Baden, Nomos

Clauwaert S., 2018, *The country-specific recommendations (CSRs) in the social field. An overview and comparison. Update including the CSRs 2018-2019, Background analysis*, Bruxelles, ETUI.

Degryse C., 2012, « La nouvelle gouvernance économique européenne », Bruxelles, CRISP, *Courrier hebdomadaire*, n° 2148-2149,

Degryse C., M. Jepsen et P. Pochet, 2013, « The Euro crisis and its impact on national and European social policies », Bruxelles, ETUI, *Working Papers,* n° 05.2013.

Degryse C. et P. Pochet, 2017, « La dynamique sociale européenne au prisme d'une approche quantitative », *Politique européenne*, n° 58, pp. 72-108.

Direction générale du Travail, 2018, *Bilan et mesures du Plan National de lutte contre le travail illégal,* Commission nationale interministérielle de lutte contre le travail illégal, février.

EESC, 2017, *European Pillar of Social Rights* - SOC/542.

Efstathiou K. et G. B. Wolff, 2018, « Is the European Semester effective and useful? », *Policy Contribution*, n° 09, Bruxelles, Brueghel.

Erne R., 2015, « A supranational regime that nationalizes social conflict. Explaining European trade unions difficulties in politicizing European economic governance », *Labor History*, vol. 56, n° 3, pp. 345-368.

ETUI/ETUC, 2014, *Benchmarking social Europe*, Buxelles.

European Commission, 2018, *Standard Eurobarometer 89*, printemps, http://ec.europa.eu/commfrontoffice/publicopinion/index.cfm/Survey/getSurveyDetail/instruments/STANDARD/yearFrom/1974/yearTo/2018/surveyKy/2180

European Commission, 2017a, *Reflection paper on the social dimension of Europe*, COM (2017), n° 206, 26 avril.

European Commission, 2017b, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European economic and social committee and the Committee of the regions Establishing a European Pillar of Social Rights*, COM/2017/0250.

European Commission, 2014, *Standard Eurobarometer 82*, Automne, http://ec.europa.eu/commfrontoffice/publicopinion/index.cfm/Survey/getSurveyDetail/instruments/STANDARD/yearFrom/1974/yearTo/2014/surveyKy/2041

European Commission, 2009a, *Employment in Europe report 2009*, Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities.

European Commission, 2009b, *Consolidated report on the preparatory workshops for the Employment Summit of Mai 7*, 29 avril 2009.

Favarel-Dapas B. et O. Quintin, 2007, *L'Europe sociale*, Paris, La documentation française, 2e ed.

Goetschy J., 2006, « Taking stock of social Europe: Is there such a thing as a community social model? », in Jepsen, Maria et Serrano, Amparo (eds), *Unwrapping the European social model*, Bristol, Policy Press, pp. 47-72.

Hemerijck A., (dir.), 2017, *The uses of social investment*, New York, Oxford University Press.

Hemerijck A., 2004, « Beyond the Double Bind of Social Europe », in Magnusson Lars, Stråth Bo (dir.), *A European Social Citizenship? Preconditions for Future Policies from a Historical Perspective*, Brussels, Peter Lang, pp. 89-124.

Höpner M. et A. Schäfer, 2012, « Embeddedness and regional integration: waiting for Polanyi in a Hayekian setting », *International Organization*, vol. 66, n° 3, pp. 429-455.

Heins E. et C. De La Porte, 2016, « Depleted European Social Models Following the Crisis: Towards a Brighter Future? », in De La Porte, Caroline et Heins, Elke (eds.), *The Sovereign Debt Crisis, the EU and Welfare State Reform*, Palgrave, Macmillan.

Jepsen M., 2009, « The modernisation of Europe's social agenda in a global perspective: rebooting the social », in Barnard C. *et al.*, *A Europe of achievements in a changing world: visions of leading policymakers and academics = L'Europe des re?alisations dans un monde en mutation: la vision des leaders politiques et acade?miques*, Luxembourg, Office for Official Publications of the European Communities.

Jepsen M. et A. Serrano, 2005, « The European Social Model: an exercise in deconstruction », *Journal of European Social Policy*, vol. 15, n° 3, pp. 231-245, SAGE Publications, Londres.

Keune M. et Serrano A., 2014, *Deconstructing Flexicurity: Towards New Concepts and Approaches for Employment and Social Policy*, Routledge.

Krastev I., 2018, *Le destin de l'Europe*, Paris, Première Parallèle.

Meardi G., 2012, *Social failures of EU enlargement: a case of workers voting with their feet*, New York, Routledge.

Natali D., 2011, « Perspectives – Le modèle social européen a-t-il réellement disparu ? », in Natali David et Vanhercke Bart., *Bilan social 2011*, Bruxelles, ETUI.

Nolan B., 2013, « What use is 'social investment? », *Journal of European Social Policy*, vol. 23, n° 5, pp. 459-468.

Ohlin B., 1956, « Social aspects of European collaboration », *ILO reports and studies* (New series), n° 46, Genève.

Pacolet J. et F. de Wispelaere, 2017, *Posting of workers, Report on A1 portable documents issued in 2015*, European Commission, Directorate-general for Employment, Social affairs and Inclusion Unit D/2.

Picard S. et P. Pochet, 2018, « La saga du détachement des travailleurs : un concentré d'enjeux de l'Europe sociale », Bruxelles, ETUI, *Policy Brief,* n° 6/2018.

Pochet P., 2005, « The open method of co-ordination and the construction of social Europe. A historical perspective », *in* Zeitlin Jonathan, Pochet Pochet, (dir.), *The open method of coordination in action. The European employment and social inclusion strategies*, Bruxelles, PIE/Peter Lang, pp. 37-82.

Rasnača Z., 2017, « Bridging the gaps or falling short? The European Pillar of Social Rights and what it can bring to EU-level policymaking », *ETUI Working Paper*, n° 2017.05, Brussels.

Sapir A., 2005, *Globalisation and the Reform of European Social Models*, Bruxelles, Bruegel.

Theodoropoulous S. (ed.), 2018, *Labour market policies in the era of pervasive austerity: a European Perspective*, London, Policy Press.

Zeitlin J. et B. Vanhercke, 2018, « Socializing the European Semester: EU social and economic policy co-ordination in crisis and beyond », *Journal of European Public Policy*, 2018, vol. 25 n° 2, pp. 149-174.

POPULISME ET GOUVERNABILITÉ DANS LA PERSPECTIVE DES ÉLECTIONS EUROPÉENNES

Emiliano Grossman
Sciences Po, Centre d'études européennes et de politique comparée

La montée en puissance des mouvements et des partis populistes se confirme désormais à chaque élection nationale. De plus en plus souvent, ces partis sont même en mesure de participer au gouvernement. Le discours populiste se distingue plus par la forme, souvent très similaire d'un pays à l'autre, que par un contenu précis. Il est vrai, cependant, que l'Europe ou, plutôt, l'euroscepticisme est devenu une marque de fabrique des partis populistes. Ils profitent de l'absence d'un discours sur l'Europe cohérent du côté des partis de gouvernement. Trop souvent, ces derniers préfèrent entretenir l'ambiguïté sur leurs positions relatives à l'Europe, faisant alors le jeu des discours eurosceptiques et des partis populistes. Le résultat est un discours de plus en plus anti-européen un peu partout, même si la réalité varie fortement d'un pays à l'autre. Dès lors, il se pose la question de l'avenir de l'Europe dans un contexte aussi défavorable. Le président Macron, en mettant l'accent sur l'Europe a éveillé un nouvel espoir chez les défenseurs de l'intégration européenne, même si les contours du projet européen macronien restent flous, à ce jour. Qui plus est, le président français ne pourra pas avancer tout seul, mais les soutiens dans les autres capitales ne sont pas trop audibles. Une vraie réponse exige la fin de l'ambiguïté du discours sur l'Europe et le développement d'un argumentaire positif sur les opportunités et l'avenir de l'Europe qui répond aux inquiétudes des électeurs des partis populistes, tout en soutenant le projet européen.

Mots clés : intégration européenne, populisme, euroscepticisme

Ces dernières années ont été marquées par un tournant populiste. En Europe, le populisme est surtout le fait de partis d'extrême-droite, contrairement à d'autres partis du monde, comme l'Amérique latine, où il est plus souvent le fait de partis de gauche. Dans son essai *Le*

peuple contre la démocratie, le politiste Yacha Mounk (2018) revient sur les attaques populistes contre la démocratie. L'auteur craint que ce soit le signe d'une défiance généralisée qui pourrait aller jusqu'à menacer les régimes démocratiques eux-mêmes à moyen ou long terme.

Sans épouser entièrement son point de vue, force est de constater que les partis populistes ont le vent en poupe. L'Italie est gouvernée depuis le printemps 2018 par une coalition du « Mouvement Cinq-Étoiles » et de la « Ligue », deux formations qui ont fait du discours populiste et « anti-politique » leur marque de fabrique. En Hongrie, Viktor Orban, chantre auto-proclamé de la « démocratie illibérale » a été triomphalement réélu. Enfin, les votes populistes d'extrême droite connaissent une augmentation plus ou moins régulière dans les différents scrutins, comme en témoignent les élections en France ou en Allemagne en 2017 ou, plus récemment, en Suède.

La montée en puissance de ces partis est problématique à plusieurs égards. La menace qui plane sur les partis de gouvernement tend à peser sur leurs discours et leurs positions. Dans ce contexte, l'intégration européenne et son avenir sont le plus souvent sacrifiés plus ou moins volontairement.

Nous passerons rapidement en revue les indicateurs de la montée en puissance des mouvements populistes, avant d'en regarder les conséquences sur la formation des gouvernements en Europe. Enfin, nous proposons quelques pistes de réflexion pour sortir de l'impasse actuelle.

1. La montée des populismes

Il est difficile de donner une définition claire du populisme ou, encore, d'une « pensée » populiste, tant l'idéologie de ce mouvement est pauvre[1]. Le populisme, selon Jan-Werner Müller (2016), n'a pas de doctrine uniforme, mais représente plutôt une série d'exigences différentes et dispose d'une certaine logique interne. La notion de populisme peut être comprise comme une « ombre permanente de la démocratie représentative moderne ». En Amérique latine, la notion a plutôt été appliquée à des mouvements de gauche, alors qu'on la réserve davantage aux mouvements d'extrême-droite, mais pas exclusivement, en Europe. Et même en gardant ces catégories, on peine à trouver un fil rouge systématique. La citation suivante du fondateur

1. Ben Stanley (2008).

italien du Mouvement Cinq Étoiles, Beppe Grillo, est exemplaire des motivations et des objectifs des mouvements populistes :

> *Nous sommes le dernier espoir d'une révolution sans violence. Si notre mouvement échoue, il n'y aura plus de barrière entre l'État et le peuple. Nous sommes une barrière protectrice. Sans le mouvement Cinq étoiles, les vrais subversifs arriveraient. Nous avons rempli un vide ; ce même vide* a été rempli à *d'autres endroits dans d'autres pays par l'*Aube dorée*, les nazis, les* Le Pen.
>
> Beppe Grillo (discours lors d'une réunion à Aoste, le 17 novembre, 2012).

Ce court extrait d'un discours face aux membres du Mouvement Cinq Étoiles est exemplaire à bien des égards. Il illustre trois des principales caractéristiques des mouvements populistes : une référence à un âge d'or passé, l'urgence d'y revenir et la méthode pour y parvenir, ainsi que l'avertissement du risque d'un désastre imminent si cela ne se produisait pas. Les mouvements populistes se réfèrent régulièrement à un âge d'or passé, où le peuple et ses représentants étaient unis, organiquement liés. Cette unité aurait disparu, les représentants légitimes du peuple auraient été supplantés par des élites corrompues qui auraient trahi le peuple et son mandat. Ces élites corrompues sont le plus souvent soupçonnées d'être au service d'autres puissances telles que les intérêts financiers ou d'autres intérêts politiques obscures.

Ce passage illustre également une autre facette importante : l'antipluralisme des mouvements populistes. La conception de la politique est dominée par le principe du consensus : la discussion et les conflits sont un problème, chaque division est un danger pour la représentation du peuple. Toute voix dissidente est suspectée de ne pas vraiment appartenir au peuple. Les contours du peuple peuvent rapidement être redéfinis en fonction des volontés du ou des leader(s) du mouvement. Chaque voix discordante sera facilement exclue et, dans le cas du Mouvement Cinq Étoiles comme pour nombre d'autres mouvements populistes, le principal critère de fidélité au peuple est l'alignement total avec les positions du leader du mouvement. Cela vaut particulièrement pour les représentants du peuple, qui sont tenus d'appliquer l'interprétation dominante de la volonté du peuple. Ils doivent exécuter le mandat du peuple : aucun débat est nécessaire à partir du moment où le leader a identifié et établi la volonté du peuple. Jan-Werner Müller (2011) signale l'importance du mandat *impératif* dans ce contexte, interdisant au représentant élu de se faire une opinion et de juger selon sa conscience.

Des voix critiques de toutes sortes empêchent la victoire des représentants légitimes du peuple. C'est dans cette perspective qu'on peut comprendre le recours régulier aux théories conspirationnistes dans les partis populistes. Une élection perdue est nécessairement le résultat d'irrégularités dans le vote ; un scandale financier concernant un parti populiste sera nécessairement le fruit d'une campagne médiatique de dénigrement ; une mise en examen sera le fait de juges idéologiquement motivés ; un échec politique au pouvoir sera le résultat des machinations de puissances étrangères, etc.

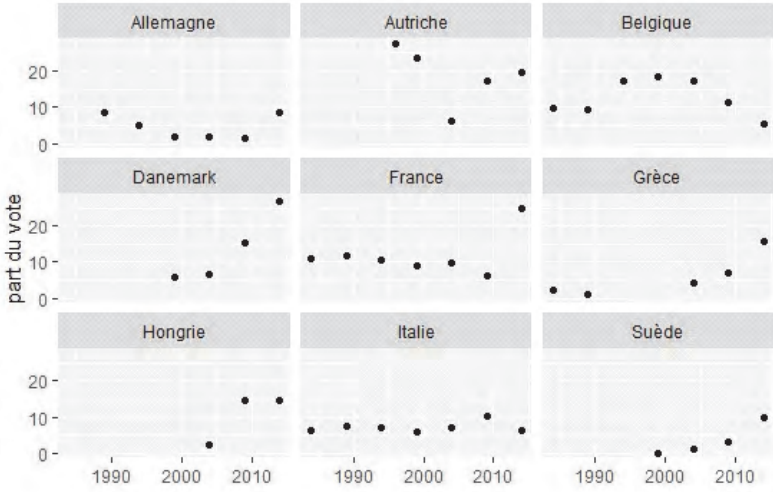
Un dernier point qui ressort clairement des paroles de Grillo est qu'une catastrophe est imminente si le mouvement populiste n'arrive pas rapidement au pouvoir. Autrement, l'État va s'effondrer, submergé par une révolution « non pacifique », qui apportera des mouvements beaucoup plus radicaux au pouvoir. La référence aux années 1930 et l'effondrement des démocraties est d'ailleurs assez courante dans ce contexte.

Mais quelle est la réalité de ces mouvements en Europe ? Ne disposant pas d'une classification généralement admise des mouvements populistes, le graphique 1 se limite aux seuls mouvements d'extrême-droite, plus simples à définir[2]. En même temps, il est largement admis que la plupart des mouvements populistes en Europe se trouvent plutôt à l'extrême-droite de l'échiquier politique[3].

La tendance générale qui se dégage du graphique 1 n'est guère ambiguë : un peu partout la part des partis d'extrême-droite augmente. Même dans les pays où cette part semble décliner, comme en Belgique, cela traduit essentiellement la capacité de certains partis traditionnels à récupérer les sujets phares des partis d'extrême-droite[4]. Le cas italien semble également aller à l'encontre de la tendance générale, mais il faut rappeler que – pour faciliter la lecture et la comparaison – nous projetons ici uniquement les résultats aux élections européennes et que les résultats des dernières élections législatives italiennes, qui ont porté au pouvoir *La Ligue*, un parti d'extrême-droite, ne sont donc pas pris en compte dans le graphique 1. Les raisons de cette augmentation sont multiples, bien sûr, et varient, de surcroît, d'un pays à l'autre[5]. La

2. Ainsi, le Mouvement Cinq Étoiles, cité ci-dessus, ne fait pas partie du graphique 1.
3. Cas Mudde, 2010.
4. Sur la Belgique, voir Teun Pauwels (2011). Au-delà de ce cas, Abou-Chadi (2016) montre que ces tentatives de récupération ne sont pas toujours couronnées de succès.
5. Pour des perspectives incluant plusieurs pays, voir Matt Golder (2016), 477-497, Cas Mudde (2016).

Graphique 1. Évolution du vote des partis d'extrême-droite aux élections européennes



Source : Chapel Hill Expert Survey, http://www.chesdata.eu

« menace » culturelle[6], l'insécurité économique[7], la disparition des privilèges historiques de certains groupes sociaux ou le caractère moins protecteur de l'État-providence font partie des explications qui reviennent régulièrement. Une chose est certaine : le paysage politique se transforme, au risque que le processus d'intégration européenne en soit durablement affecté.

2. L'Europe face aux populismes

Cette tendance de fond n'est bien sûr pas sans conséquences pour l'Europe. La manière dont l'Europe et la construction européenne sont présentées dans le débat public aura des conséquences importantes sur la manière dont les citoyens la percevront. En effet, les liens entre offre, partis et hommes politique et demande politique et votes sont interactifs : si l'offre ne répond pas à la demande, celle-ci ne pourra pas s'exprimer ; et si l'offre est différente de la demande, cette offre sera affaiblie, faute de demande. Autrement dit, si certains enjeux ne sont pas thématisés, alors que les électeurs y sont sensibles, il se peut que ces enjeux ne soient jamais politisés. Cependant, tout parti nouveau est

6. Hanspeter Kriesi, Edgar Grande *et al.*, 2008.
7. Tim Vlandas & Daphne Halikiopoulou, 2018.

susceptible d'être très sensible à ces enjeux orphelins. C'est précisément ce que font les partis d'extrême-droite par rapport à l'enjeu européen.

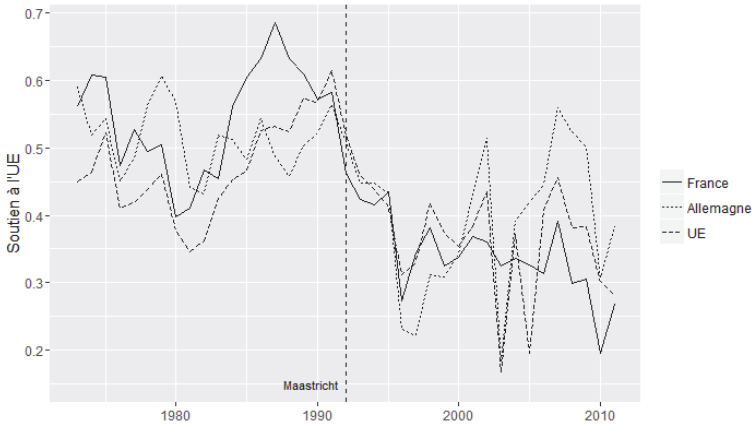
L'enjeu européen est à ce titre un enjeu assez original. Instrument de la pacification et de la normalisation des relations diplomatiques dans la période d'après-guerre, la construction européenne a longtemps été absente du débat politique. L'Europe faisait consensus, moins par adhésion active que par indifférence ou passivité bienveillante, souvent appelée « consensus permissif » dans le contexte académique[8]. Mais cette indifférence s'est progressivement muée en une attitude bien plus alerte et plus conflictuelle, notamment avec la signature du Traité de Maastricht[9].

En effet, à partir de ce moment on assiste à une chute significative du soutien à l'UE, comme l'illustre le graphique 2. Paradoxalement, la signature du Traité de Maastricht, en décembre 1991, est précédée du plus grand pic de soutien jamais enregistré. Cela coïncide, notamment, avec la réception très positive de la mise en place du marché unique, qui ne sera effectivement mis en œuvre qu'à partir du 31 décembre 1992. Or le Traité de Maastricht va toucher à des sujets bien plus sensibles d'un point de vue symbolique, comme la monnaie ou la citoyenneté. L'ouverture des frontières qui va suivre en 1995, résultat des accords de Schengen, ne fera sans doute qu'attiser les peurs chez certains. La politisation de ces enjeux s'accompagne d'un certain désenchantement de l'UE, dont celle-ci ne s'est pas remise depuis. Et quelle que soit la courbe considérée, la tendance est la même[10]. Si l'Allemagne semble mieux résister que la France et la moyenne des États membres, l'évolution de son soutien à l'UE est en dents de scie.

Et pourtant, si les partis eurosceptiques des années quatre-vingt-dix ont peu à peu disparu, l'enjeu européen est loin d'avoir disparu comme l'ont montré les référendums sur nombre de traités européens, en Irlande, aux Pays-Bas ou encore en France en 2005. L'enjeu européen est devenu de plus en plus visible et structurant pendant cette période. La crise économique et financière que l'Europe a connue depuis 2008 a sans doute renforcé le sentiment anti-européen dans une partie de l'électorat tandis qu'une série de partis populistes de droite comme de gauche en ont fait un de leurs principaux chevaux de bataille électorale.

8. Eichenberg, Richard C. et Russell J. Dalton, 1993.
9. Hooghe Liesbet et Gary Marks (2009) ; Eichenberg Richard C. et Russell J. Dalton (2007).
10. Nous n'avons ici inclus que les courbes correspondant à la moyenne européenne, l'Allemagne et la France, afin de faciliter la lecture du graphique 2.

Graphique 2. Évolution du soutien à l'Union européenne*



* Le graphe présente l'évolution de la part de ceux qui pensent que l'adhésion à l'UE est une « bonne chose » moins ceux qui pensent qu'il s'agit d'une « mauvaise chose ».
Source : Eurobaromètre.

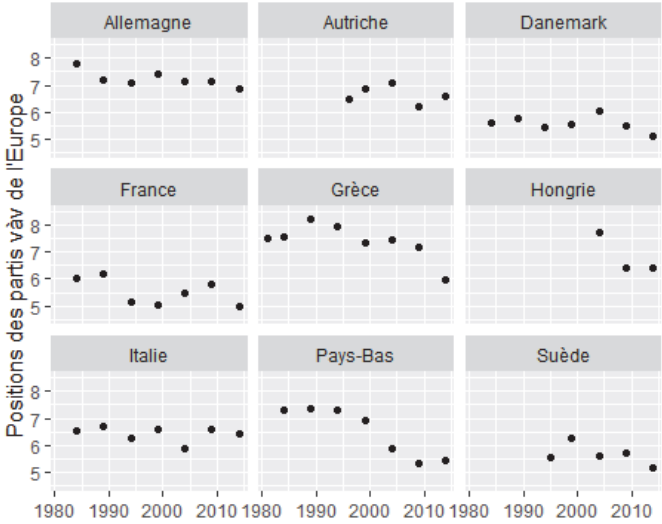
L'évolution des partis politiques dans leur ensemble en a été marquée. Pendant longtemps, les partis centristes en France, ou ailleurs, ont préféré ignorer l'enjeu européen, le laissant aux partis plus radicaux de gauche et, surtout, de droite. Si la vague « eurosceptique » des années quatre-vingt-dix, qui s'est exprimée notamment lors des élections européennes de 1994 et 1999, a fini par s'éteindre d'elle-même, d'autres ont repris le flambeau anti-européen. Politiquement, cela a fini par porter ses fruits. Le succès des partis d'extrême-droite visible dans le graphique 1 se nourrit fortement de leur discours anti-européen. Bien sûr, l'immigration, l'insécurité ou la souveraineté restent les thèmes les plus courants, mais l'Europe s'est imposée comme un bouc émissaire de choix dans ce contexte.

Les partis centristes, soucieux de ne pas contredire trop ouvertement un électorat qu'ils espéraient un jour reconquérir ont réagi de la pire des manières : en continuant à éviter le sujet[11]. De ce fait, en l'absence d'un discours pro-européen réfléchi et assumé, le discours eurosceptique a pris le dessus avec le succès que l'on sait. Pour ne citer que les exemples les plus visibles : le Brexit, la radicalisation des discours anti-européens à Budapest, à Varsovie et, maintenant, à Rome.

11. Craig Parsons et Till Weber (2011).

Le graphique 3 illustre cette évolution : un peu partout l'opinion des partis représentés au Parlement européen concernant l'UE est devenue plus négative. Nous avons ici compilé des informations tirées d'un sondage d'experts réalisé à l'occasion de chaque élection européenne depuis les années quatre-vingt. Nous avons pris les observations pour chacun des partis et les avons pondérées par leur poids électoral.

Graphique 3. Évolution de la position moyenne (et pondérée) des partis parlementaires sur l'Europe



* La classification va de 1 (très anti-européen) à 10 (très pro-européen). Une baisse indique dans un discours plus anti-européen, une hausse un discours plus pro-européen.
Source : Chapel Hill Expert Survey, http://www.chesdata.eu

Il va de soi que le statut d'élection intermédiaire et de « second ordre » renforce le succès de partis radicaux aux dépens de partis de gouvernement. Nonobstant, l'évolution se passe de commentaire. Si l'Italie semble échapper à la règle, c'est uniquement parce que le dernier changement de gouvernement n'est pas encore comptabilisé, de même que la dernière élection suédoise. La tendance qui se dessine est clairement en faveur d'un discours de plus en plus eurosceptique. Des différences importantes existent, cependant. Le discours des partis reste bien plus pro-européen en Allemagne que partout ailleurs, mais chez son voisin néerlandais la position des partis est désormais proche de celle des partis français ou danois.

Face à cette évolution, les partis de gouvernement ont peu ou pas réagi. Pour l'essentiel, ils ont continué à adhérer à leurs solutions minimales historiques : éviter de parler de l'enjeu européen ou brouiller les pistes pour ne pas effrayer la fraction croissante des électeurs qui affiche des sentiments plus ou moins anti-européens. Ces stratégies ont mené dans une impasse dont il sera difficile de sortir.

3. Europa, quo vadis ?

L'Europe « post-Brexit » est fragile. Les discours anti-européens sont désormais légion. Leurs promoteurs sont arrivés au pouvoir dans plusieurs pays de l'Union, dont notamment la Hongrie et la Pologne[12]. Le cas de l'Italie est certes plus ambigu, dans la mesure où l'enjeu européen n'a pas été très présent pendant la campagne électorale des élections législatives de mars 2018. Le fait est que la rhétorique anti-européenne y est très présente, comme l'illustre la prise de parole du ministre de l'Intérieur, Matteo Salvini, accusant l'Europe d'être responsable de la catastrophe de Gênes[13].

Les succès de ces mouvements ne manqueront pas de donner des ailes à d'autres mouvements dans d'autres pays. Et il est vrai que chaque nouvelle élection législative ou présidentielle est désormais une source d'inquiétude pour les partis de gouvernement. Après l'Italie, les récentes élections en Suède ont donné lieu à de nombreux messages alarmistes. Et même si le parti suédois d'extrême-droite, *Démocrates de Suède*, n'est finalement pas arrivé en tête, ses progrès sont importants. Autrement dit, le discours anti-européen, souverainiste et anti-immigration a le vent en poupe un peu partout.

Face à cette dynamique, les partis de gouvernement traditionnels peinent à changer de logiciel. Ils en paient d'ailleurs le prix : après chaque nouvelle élection, la formation de gouvernement devient un exercice un peu plus difficile, comme l'ont montré les négociations de coalition en Allemagne, en Italie ou en Suède. Trop souvent la réaction des partis de gouvernement consiste alors à imiter le discours des partis populistes, même si cette stratégie s'est avérée rarement payante.

---

12. Le Premier ministre hongrois, Victor Orban, revendique ouvertement le terme de « démocratie illibérale ». Jan-Werner Müller, *op. cit.*, p. 54 et suiv.
13. *Le Journal du Dimanche*, 15 août 2018, « Gênes : Matteo Salvini accuse l'Europe après l'effondrement du viaduc », https://www.lejdd.fr/international/europe/genes-matteo-salvini-accuse-leurope-apres-leffondrement-du-viaduc-3733709

Emmanuel Macron avait, lui, mis en avant ses positions pro-européennes pendant la campagne des présidentielles de 2017. Démarche originale, elle est clairement en rupture avec celle de la plupart de ses prédécesseurs et de nombreux leaders modérés dans des pays voisins. Il est trop tôt pour voir si cette stratégie a porté des fruits dans l'électorat. En tout état de cause, cela pourrait représenter un fondement propice au développement d'un discours positif sur l'Europe, afin d'éviter d'abandonner le discours politique sur l'Europe aux seuls Eurosceptiques.

Pour l'heure, ce discours alternatif n'est ni très audible ni très précis. Pour le développer, il faudra bien écouter et répondre, point par point, au discours eurosceptique. Et pour cela, il ne suffira pas de se limiter au discours sur l'Europe et la souveraineté, il faudra comprendre ce discours et son succès dans sa globalité.

Des positions anti-mondialisation et eurosceptiques sont défendues par différents mouvements et partis aux extrémités de l'échiquier politique. Premièrement, ces partis et mouvements s'appuient sur le scepticisme croissant des citoyens vis-à-vis de la performance des démocraties libérales. Leur relative incapacité à protéger les peuples face aux aléas des marchés et de la mondialisation semble ébranler la foi des citoyens dans les bienfaits de nos systèmes politiques. C'est le sens des arguments de Yascha Mounk (2018) ou de ceux du sociologue allemand Wolfgang Streeck (2014). C'est la déception des promesses de l'État-providence qui fait douter des bienfaits de la mondialisation et de l'intégration européenne, la seconde étant vécue comme une modalité de la première. En s'attaquant à l'intégration européenne, l'extrême-droite promet un retour à un « âge d'or » où les emplois nationaux étaient protégés contre la concurrence des pays à bas coût du travail par des tarifs douaniers et des contrôles de change. De plus en plus, ces partis se font les chantres de la préservation de l'État-providence et ce, limité aux seuls nationaux. Voilà en effet le second axe récurrent du discours populiste d'extrême-droite : la lutte contre l'immigration. Là encore, l'UE et ses frontières ouvertes sont présentées comme les principales responsables. Enfin, dans ce contexte, la mise entre parenthèse de certains droits de l'homme, notamment ceux liés au traitement des immigrés clandestins, est de plus en plus souvent présentée comme acceptable – et pas uniquement en Hongrie.

Cette dernière, de par les excès de son leader récemment réélu, pourrait fournir l'occasion rêvée de s'attaquer au discours populiste

d'extrême-droite dans toute sa complexité et ses facette multiples. Ses attaques de l'État de droit, qui ne sont guère nouvelles, ont finalement débouché sur l'ouverture de la procédure prévue à l'article 7 du Traité de l'Union européenne[14] le mercredi 12 septembre 2018. Cet article permet, par décision du Conseil des ministres, de suspendre partiellement ou totalement les droits d'un État membre, à partir du moment où celui-ci ne respecte pas les « valeurs fondamentales » énumérées à l'article 2 du même traité, où il est question, entre autres, de liberté, de démocratie et d'État de droit. Cette procédure n'avait été activée qu'une seule fois auparavant, à l'encontre de la Pologne, sans être suivie finalement par le Conseil.

Pourquoi le cas de la Hongrie devrait-il avoir plus de chances d'être suivi de sanctions effectives ? Rien ne le garantit, mais les attaques répétées du Premier ministre hongrois semblent enfin faire émerger un front commun entre les partis pro-européens. Parmi les partis de gouvernement, seuls les conservateurs britanniques ont voté contre la motion du Parlement européen, même si des députés individuels dans d'autres groupes, y compris dans le groupe UMP français, ont également voté contre. Parallèlement, l'attaque *ad hominem* contre Emmanuel Macron semble fournir à celui-ci l'opportunité de prendre le leadership du discours européen qu'il appelle de ses vœux depuis la campagne électorale de 2017. Les conditions d'un possible revirement semblent donc réunies. Cependant, il faudra une volonté politique substantielle pour que l'élection du Parlement européen de 2019 constitue un point de départ et non une étape de plus dans le lent déclin de la construction européenne.

14. Selon le site de la Commission européenne, « L'article 7 du traité UE vise à garantir que tous les pays de l'UE respectent les valeurs communes de celle-ci, y compris l'état de droit. ». (*Cf.* https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=LEGISSUM%3AI33500) L'article prévoit un mécanisme de *prévention*, censé intervenir avant qu'une violation des valeurs fondamentales ne se produise, et un mécanisme de *sanction*. La procédure est assez complexe, puisqu'une « violation grave » doit être constatée à l'unanimité des États membres. La procédure prévoit, en outre, que le Conseil « entende » l'État membre avant toute mesure ou vote. Une fois le constat établi, des sanctions peuvent être adoptées à la majorité qualifiée. L'exigence d'unanimité pour le constat d'une violation grave rend extrêmement improbable que la procédure aboutisse. La Pologne, elle-même visée par cette procédure en 2015, fera certainement opposition et il est fort probable qu'elle ne sera pas seule.

Références

Abou-Chadi T., 2016, « Niche Party Success and Mainstream Party Policy Shift. How Green and Radical right parties differ in their impact », *British Journal of Political Science*, vol. 46, n° 2, pp. 417-436.

Eichenberg R. C. et J. D. Russell, 2007, « Post-Maastricht Blues: The Transformation of Citizen Support for European Integration, 1973-2004 », *Acta politica,* vol. 42, n° 2, pp. 128-152.

Eichenberg R. C. et J. D. Russell, 1993, « Europeans and the European Community: The Dynamics of Public Support for European Integration », *International organization,* vol. 47, n° 4, pp. 507-534.

Golder M., 2016, « Far Right Parties in Europe », *Annual Review of Political Science*, n° 19, pp. 477-497.

Hooghe L. et G. Marks, 2009, « A Postfunctionalist Theory of European Integration: From Permissive Consensus to Constraining Dissensus », *British journal of political science,* vol. 39, n° 01, pp. 1-23.

Kriesi H., E. Grande *et al*., 2008, *West European Politics in the Age of globalization*, Cambridge, Cambridge University Press.

Mounk Y., 2018, « *Le peuple contre la démocratie*, Paris, Editions de l'Observatoire.

Mudde C. (ed.), 2016, *The Populist Radical Right: A Reader*, Taylor & Francis.

Mudde C., 2010, « The Populist Radical Right: A Pathological Normalcy », *West European Politics,* vol. 33, n° 6, pp. 1167-1186.

Müller J.-W., 2011, *Contesting Democracy*, New Haven, Yale University Press, pp. 33-34.

Parsons C. et T. Weber, 2011, « Cross-Cutting Issues and Party Strategy in the European Union », *Comparative Political* Studies, vol. 44, n° 4, pp. 383-411.

Pauwels T., 2011, « Explaining the Strange Decline of the Populist Radical Right Vlaams Belang in Belgium: The Impact of Permanent Opposition », *Acta Politica*, vol. 46, n° 1, pp. 60-82.

Stanley B., 2008, « The Thin Ideology of Populism », *Journal of Political Ideologies,* vol. 13, n° 1, pp. 95-110.

Streeck W., 2014, *Du temps acheté. La crise sans cesse ajournée du capitalisme démocratique*, Paris, Gallimard.

Vlandas T. et D. Halikiopoulou, 2018, « Does Unemployment Matter? Economic Insecurity, Labour Market Policies and the Far-Right Vote in Europe », *European Political Science*, pp. 1-18.

EUROPE ET DÉMOCRATIE

Enrico Letta
PSIA - Paris - Sciences Po

Le projet européen traverse une période agitée. Pour la première fois depuis sa création, son existence même est remise en question et le risque de compromettre ses acquis en matière de paix et de prospérité est aujourd'hui plus que jamais réel. Il n'existe pas de solutions faciles, mais ce qui est sûr, c'est que pour les trouver, nous avons besoin d'un changement de paradigme dès le départ de toute nouvelle voie à suivre : nous avons besoin d'une autocritique authentique.

À bien des égards, les élites – politiques, entrepreneuriales et universitaires – des pays européens et occidentaux sont responsables d'une part importante de la tourmente politique et des troubles sociaux de ces dernières années. Ne pas reconnaître cette responsabilité déclenche un cercle vicieux dangereux qui met en péril la santé de nos démocraties. En fait, après l'apparition des premiers symptômes, au lieu de commencer une analyse critique de ce qui se passait, les classes dirigeantes se sont enfoncées la tête dans le sable. En conséquence, le concept de populisme a commencé à devenir l'un des moyens les plus courants de décrire le paysage politique et, peut-être plus important encore, il a été utilisé comme une excuse commode par l'*establishment* : le coupable parfait. On pensait que si les citoyens commençaient à voter d'une manière non conforme au grand public, c'était de leur faute et non de ceux qui les avaient gouvernés. L'effet a été confondu avec la cause, souvent de mauvaise foi. Le populisme a été identifié comme la cause du Brexit, de Trump, des turbulences de l'Europe, de la montée des partis d'extrême droite, etc., la liste pourrait continuer. C'est ainsi que l'*establishment* est entré consciemment dans une phase de négation en évitant ses responsabilités, mais il n'a pas réussi à jeter les bases d'un nouveau projet commun capable de répondre de manière adéquate aux nouveaux défis.

Nous vivons une période de transition. C'est un interlude entre deux âges qui nécessite de remettre en question les hypothèses qui nous ont guidés jusqu'à présent, notamment en ce qui concerne les moteurs de l'intégration européenne. Il n'est pas possible de s'intégrer davantage sans renforcer la responsabilité démocratique des institutions communes et sans affirmer la primauté de la politique tant au niveau national qu'au niveau européen. Si la vocation initiale de lier les économies afin de créer une interdépendance et de minimiser les risques de guerre a permis de faire croître le projet européen, cette interdépendance a bien été réalisée et il est aujourd'hui extrêmement difficile de revenir en arrière. Par conséquent, le seul aspect économique ne suffit pas à soutenir l'effort européen : aujourd'hui, nous avons plus que jamais besoin de la politique si nous voulons réussir la transition, sauver l'Europe et les démocraties libérales sur lesquelles elle est construite.

Ce n'est pas un hasard si l'une des clés pour comprendre les turbulences de l'Europe est la compréhension de la crise des démocraties libérales. L'essence même du projet européen repose sur des valeurs libérales telles que le pluralisme, la tolérance, la nature multiple des identités et la diversité. Elles caractérisent les démocraties libérales et garantissent la protection des prérogatives des minorités – qu'elles soient politiques, religieuses, ethniques, etc. Cette protection est également la condition préalable au succès de l'expérience européenne, comme l'a parfaitement exprimé Romano Prodi lorsqu'il a défini une Union performante comme une *union de minorités*.

En réaction aux pressions et aux injustices (réelles et perçues) de la mondialisation, cette condition préalable s'est estompée dans presque tous les États membres – dans certains plus manifestement que dans d'autres – et nous avons assisté à l'émergence de la notion de démocratie *illibérale*, perspective inverse, où il s'agit principalement de consolider le pouvoir des majorités[1]. Bien que les degrés et les spécificités soient différents, il s'agit d'une tendance commune aux démocraties libérales qui ne se limite pas à l'Europe, comme le montre l'élection de Donald Trump aux États-Unis.

Les tensions au sein des démocraties libérales se répercutent naturellement au niveau européen. Chacun sait que l'équilibre institutionnel entre la Commission européenne et le Conseil européen

1. Krastev Ivan, *Majoritarian Futures* in Geiselberger, Heinrich, ed. *The Great Regression*, Cambridge, Polity Press, 2017.

s'est fortement modifié en faveur de ce dernier. On pourrait soutenir que la Commission, dans le respect de l'intérêt européen commun, garantit les prérogatives des États les plus faibles, à savoir les minorités. Les décisions politiques les plus pertinentes étant de plus en plus concentrées entre les mains des chefs d'État et de gouvernement au sein du Conseil, des hiérarchies entre États ont été (ré) établies ; dans ce contexte, il est tout à fait naturel que les États les plus forts aient la haute main. Ainsi, on peut également soutenir que le déséquilibre institutionnel en faveur du Conseil pourrait également être considéré comme une consolidation du pouvoir des majorités – les États membres les plus forts. En bref, la transition sans précédent que nous traversons nous pousse à repenser et à améliorer les démocraties libérales si nous voulons vaincre la tentation illibérale.

L'idée de démocratie est celle de quelque chose qui *fonctionne pour tous*. Par conséquent, améliorer la démocratie européenne signifie également mettre en place une initiative européenne bénéfique pour tous et perçue comme telle. Or, ce n'est pas tout à fait le cas, car les citoyens européens vivant *directement* et de manière *tangible* les opportunités phares offertes par l'Union européenne ne représentent qu'un faible pourcentage de la population totale. C'est la partie *cosmopolite* de nos sociétés, la plus mobile, qui comprend des catégories hautement spécialisées et mobiles, telles que les étudiants qui parlent différentes langues et les cadres qui voyagent souvent pour le travail. Cela ne signifie pas qu'il n'y a aucun avantage pour le reste de la population. Cependant, les avantages communs ne sont tout simplement pas aussi évidents et beaucoup plus difficiles à communiquer et à expliquer. Reconnaître cette asymétrie – réelle et perçue – est la première étape de l'effort à faire pour accroître le pourcentage de personnes vivant directement et de manière tangible les opportunités européennes. Ne pas le faire, c'est tomber dans ce que j'appelle le *piège Erasmus*.

Au niveau européen, le programme Erasmus représente la réalisation la plus importante dans le domaine de l'éducation, avec plus de trois millions d'étudiants profitant de cette opportunité depuis le lancement du programme en 1987. Il est cependant vrai que le programme d'échange entre les étudiants universitaires a été et continue d'être un succès, mais il ne s'adresse qu'à une minorité de bénéficiaires : les familles qui peuvent se permettre d'envoyer leurs enfants à l'université. En fait, dans une perspective plus large, trois millions d'étudiants en une trentaine d'années sur une population

totale de cinq cents millions d'habitants ne représente pas grand-chose. Aujourd'hui, cette logique doit être élargie pour que tout le monde puisse bénéficier de ce type de projet. L'Europe n'aura un avenir que si elle parvient à entrer de manière positive dans la vie quotidienne de toutes les composantes de la société, afin de combler le fossé entre les élites et le reste des citoyens.

J'ai souvent répété qu'il fallait élargir le programme Erasmus pour y inclure les lycéens, en ciblant ainsi tout le monde. Les institutions européennes devraient être directement responsables de ce programme offrant à tous les étudiants une occasion directe de passer une période à l'étranger et de se familiariser avec d'autres cultures européennes. Il est plus facile d'apprécier la diversité quand on la vit directement, en faisant valoir que les identités ne sont pas exclusives, mais composées d'éléments multiples et variés pouvant coexister. L'extension du programme Erasmus à tous les adolescents constituerait une amélioration très importante pour le projet européen.

Le fait que les institutions européennes soient géographiquement concentrées à Bruxelles contribue également à renvoyer image de l'Europe qui ne fonctionne pas pour tous. Bien qu'elle soit justifiée par des considérations d'efficacité, elle donne l'impression que l'Europe n'est que froide, bureaucratique et distante, même physiquement, de la vie, des besoins et de la préoccupation des citoyens. Le message est non seulement trompeur, mais également contre-productif, aliénant et décourageant. En ce sens, il est urgent et essentiel de repenser les relations entre l'Europe et ses États membres. L'européanisation de certaines compétences ne doit pas coïncider avec la création d'un super État européen ; au contraire, cela signifie être guidé par la maximisation de la valeur ajoutée pour les citoyens, à travers une application claire du principe de subsidiarité. En d'autres termes, une subsidiarité qui fonctionne bien permet de choisir le niveau approprié – européen, national, régional, local, municipal, etc. – de l'action publique : c'est un aspect essentiel du projet d'intégration européenne, souvent oublié.

Plus spécifiquement, sur certaines questions clés telles que la sécurité et la défense collectives, la gestion des flux migratoires, l'euro et les questions sociales, il est essentiel de parvenir à une véritable souveraineté européenne afin que l'intérêt commun l'emporte, plutôt que les intérêts particuliers de certains États membres. Simultanément, sur d'autres compétences, nous devons progresser vers plus d'autonomie des communautés afin de répondre à la demande de proximité

émanant des citoyens. Dans certains cas, les décisions prises au sommet – que ce soit au niveau national ou européen – ne sont pas toujours pertinentes et efficaces pour la gestion de problèmes locaux. Les pouvoirs publics locaux sont mieux à même de réagir efficacement à des problèmes particuliers, spécifiques à leur situation. Par conséquent, il est nécessaire de laisser l'initiative des projets importants aux communautés locales. Réconcilier les différents niveaux de gouvernance contribuerait grandement à promouvoir la cohésion des sociétés européennes.

Cependant, s'agissant de la subsidiarité, l'un des plus gros problèmes réside dans son application. Actuellement, la subsidiarité est tout sauf claire : même les fonctionnaires des gouvernements et les autres initiés n'ont pas une compréhension claire de la répartition des compétences. Il en résulte une grande confusion entre les niveaux de gouvernance et, plus important encore, en termes de responsabilité et de responsabilisation inhérentes à l'application de chaque compétence. Cela met en branle un jeu de reproches très préjudiciable à l'Europe et à son image, car il se termine généralement par des responsables politiques nationaux qui systématiquement « *nationalisent* les succès et *européanisent* les échecs ».

Une autre dimension cruciale de la légitimité démocratique européenne concerne les mécanismes décisionnels en place. Cela est d'autant plus pertinent à une époque où les démocraties sont constamment soumises à des pressions croissantes pour réagir de manière efficace et dans les délais. On pourrait soutenir que la demande croissante de proximité est également le résultat d'un processus de prise de décision extrêmement alambiqué dans lequel les citoyens se sentent distants. D'un côté, en raison de la complexité institutionnelle, ils ne peuvent pas comprendre comment les décisions sont prises à Bruxelles, mais de l'autre, ils ressentent très bien les conséquences de ces décisions sur leur vie quotidienne : la crise grecque en est un exemple. Sous la pression de la mondialisation, cette distance par rapport aux processus de prise de décision génère de la frustration. Le sentiment d'inutilité de sa propre voix finit par aliéner les gens, et les interroge sur le besoin même d'institutions démocratiques. Cela ne doit pas être perçu comme une désaffection envers la démocratie ; au contraire, c'est un appel pressant.

L'année prochaine, les élections européennes constitueront un tournant décisif pour l'Europe. En effet, rien ne symbolise mieux le temps

des changements que nous traversons en Europe que l'année 2019, car une série d'événements changera l'Union. Non seulement un État membre quittera officiellement l'Union, mais cela se produira à un moment où toutes les présidences des institutions changeront : à la suite des élections, le Parlement, la Commission et le Conseil auront des présidents différents et le mandat de huit ans de Mario Draghi à la tête de la Banque centrale européenne (BCE) prendra fin. Les conséquences de ces événements survenant dans une courte période ne doivent pas être sous-estimées.

La succession à l'Eurotower est cruciale. Ces huit dernières années, Mario Draghi et sa politique ont sauvé l'Europe. Le rôle joué par la Banque centrale pendant la crise était essentiel pour compenser l'incomplétude structurelle de la zone euro ainsi que l'incapacité politique de fournir des solutions efficaces. Sans cette intervention, les choses auraient pu être bien pires. Encore aujourd'hui, la politique monétaire de la BCE joue un rôle décisif sur les marchés, avec des implications politiques importantes pour les pays de la zone euro. Nous avons tendance à prendre ces politiques pour acquises, mais elles ne dureront pas éternellement. Ainsi, bien que la succession de Draghi doit être suivie avec beaucoup d'attention, il est clair que la Banque centrale ne peut continuer à couvrir le manque d'action politique : l'avenir de la monnaie unique et de l'ensemble de l'Union en dépendent.

En ce qui concerne les élections européennes, il est très probable qu'elles donneront un résultat sans précédent qui changera le visage de l'hémicycle européen : les démocrates-chrétiens et les sociaux-démocrates, historiquement les deux piliers de l'agenda législatif du Parlement, n'auront plus de majorité combinée ; ils perdront des voix en faveur des nouvelles formations politiques et des partis non conventionnels. Avec cette élection, ils risquent également de perdre le monopole des trois présidences – Parlement, Commission et Conseil. Cela ouvrira de nouveaux scénarios et il sera intéressant de voir comment les institutions européennes vont s'adapter.

Le départ du Royaume-Uni en mars – à moins que les États membres n'accordent une extension à Downing Street – et les principales implications du Brexit sur les négociations du cadre financier pluriannuel sont d'autres moments clés qui vont remodeler l'Europe. En bref, l'année prochaine, le Vieux continent sera différent de ce à quoi nous sommes habitués jusqu'à présent : ensemble, ces événements marquent le début d'une nouvelle phase du projet d'intégration.

Malgré l'incertitude qui caractérisera la nouvelle phase, certaines choses restent claires. L'avenir de l'Europe dépend de dirigeants européens qui n'ont pas peur de présenter une vision politique renouvelée et ambitieuse, où les citoyens sont au cœur même du processus d'intégration ; c'est pourquoi renouveler l'Europe signifie repenser nos démocraties. Relancer l'Europe nécessite d'écouter les citoyens, de réfléchir à leurs craintes et critiques, à leurs ambitions et à leurs rêves. Et ce n'est qu'en remettant en cause les hypothèses qui ont conduit l'Union européenne à être perçue comme un simple projet économique que nous pourrons aller de l'avant.

Contributeurs

Pierre ALDAMA, *chercheur affilié à Sciences Po-OFCE*

Guillaume ALLÈGRE, *économiste à Sciences Po-OFCE*

Céline ANTONIN, *économiste à Sciences Po-OFCE*

Christophe BLOT, *économiste à Sciences Po-OFCE et professeur associé à l'Université Paris Nanterre – EconomiX*

Édouard CHALLE, *économiste à l'École polytechnique, CREST, OFCE*

Jérôme CREEL, *économiste à Sciences Po-OFCE et professeur associé à ESCP Europe*

Paul DE GRAUWE, *économiste à la London School of Economics*

Bruno DUCOUDRÉ, *économiste à Sciences Po-OFCE*

Cyrielle GAGLIO, *économiste à Sciences Po-OFCE*

Emiliano GROSSMAN, *chercheur à Sciences Po, Centre d'études européennes et de politique comparée*

Mattia GUERINI, *économiste à Sciences Po-OFCE et chercheur affilié à Sant'Anna School of Advanced Studies*

Sarah GUILLOU, *économiste à Sciences Po-OFCE*

Éric HEYER, *économiste à Sciences Po-OFCE*

Paul HUBERT, *économiste à Sciences Po-OFCE*

Maria JEPSEN, *directrice du département de recherche à l'Institut syndical européen (ETUI)*

Yuemei JI, *économiste à University College London*

Gissela LANDA RIVERA, *économiste à Sciences Po-OFCE*

Éloi LAURENT, *économiste à Sciences Po-OFCE et professeur à l'École de management et d'innovation de Sciences Po*

Enrico LETTA, *président de l'Institut Jacques Delors, doyen de l'École des affaires internationales de Sciences Po Paris (PSIA) et ancien président du Conseil des ministres italiens.*

Sandrine LEVASSEUR, *économiste à Sciences Po-OFCE*

Pierre MADEC, *économiste à Sciences Po-OFCE*

Paul MALLIET, *économiste à Sciences Po-OFCE*

Marcello MESSORI, *professeur d'économie au Département de Science Politique à l'Université de LUISS (Rome) et directeur de la LUISS School of European Political Economy*

Mauro NAPOLETANO, *économiste à Sciences Po-OFCE, SKEMA Business School et Institute of Economics, Scuola Superiore Sant'Anna*

Lionel NESTA, *professeur à l'Université Côte d'Azur, économiste à SciencesPo-OFCE et SKEMA Business School*

Rémi ODRY, *économiste à l'Université Paris Nanterre – EconomiX*

Maxime PARODI, *sociologue à Sciences Po-OFCE*

Julien PELLEFIGUE, *économiste au cabinet Taj/Deloitte, chercheur associé au CRED (Université Paris II Panthéon Assas)*

Hélène PÉRIVIER, *économiste à Sciences Po-OFCE et responsable du programme PRESAGE*

Mathieu PLANE, *économiste à Sciences Po-OFCE*

Philippe POCHET, *directeur général de l'Institut syndical européen (ETUI), professeur à l'Université catholique de Louvain (UCL)*

Xavier RAGOT, *économiste et Président de Sciences Po-OFCE, directeur de recherche au CNRS*

Frédéric REYNÈS, *économiste à Netherlands Economic Observatory, TNO*

Raul SAMPOGNARO, *économiste à Sciences Po-OFCE*

Aurélien SAUSSAY, *économiste à Sciences Po-OFCE*

Francesco SARACENO, *économiste à Sciences Po-OFCE*

Henri STERDYNIAK, *économiste à Sciences Po-OFCE*

Xavier TIMBEAU, *économiste à Sciences Po-OFCE et professeur associé à CentraleSupélec*

Vincent TOUZÉ, *économiste à Sciences Po-OFCE*

Gregory VERDUGO, *professeur à Université Evry-Val-d'Essonne et économiste à Sciences Po-OFCE*

Nicolas VÉRON, *économiste à l'institut Bruegel (Bruxelles) et à Peterson Institute for International Economics (Washington, DC)*

Sébastien VILLEMOT, *économiste au CEPREMAP*

Réalisation, composition : Najette Moummi

Directeur de la Publication : Xavier Ragot
Publié par les Éditions du Net SAS 93400 Saint-Ouen