

## Quel modèle de croissance pour l'Europe ?



Économie - Finances

Actes du colloque du 24 septembre 2012





**Actes du colloque**

# Quel modèle de croissance pour l'Europe ?

**Paris, Maison de la Chimie  
24 septembre 2012**

En partenariat avec

**Les Echos**  
LE QUOTIDIEN DE L'ÉCONOMIE

Avec la collaboration de

Conseil  
d'Analyse  
économique





# Sommaire

## Ouverture

Vincent Chriqui, directeur général, Centre d'analyse stratégique \_\_\_\_\_ 7

## Première table ronde Les moteurs de la croissance mondiale \_\_\_\_\_ 9

L'organisation géographique de l'économie mondiale présente-t-elle une dynamique équilibrée ?

Lionel Fontagné, professeur, université Paris I et École d'économie de Paris ..... 10

Principaux enjeux pour l'économie mondiale

Paul van den Noord, conseiller auprès du *Chief economist*, OCDE ..... 15

Quelles politiques économiques en réponse aux enjeux de la croissance ?

Uri Dadush, directeur du programme « Économie internationale », Carnegie Endowment for International Peace ..... 24

L'industrie est-elle incontournable pour une croissance équilibrée ?

Christian de Boissieu, président, Conseil d'analyse économique ..... 28

## Deuxième table ronde Comment réindustrialiser l'Europe ? \_\_\_\_\_ 39

Pour les PME, quelles sont les barrières à la croissance et à l'internationalisation ?

Gildas Sorin, directeur général, Novaled ..... 40

Le très envié *Mittelstand* allemand – un modèle pour l'Europe ?

Reinhard W. Wettmann, ancien directeur, Institut Prognos et Fondation Friedrich-Ebert ..... 42

<b>La crise diffère-t-elle la transition écologique ? Quel sentier probable – et souhaitable – en matière de développement durable ?</b> <b>Laurence Tubiana</b> , directrice, Institut du développement durable et des relations internationales (IDDRI) .....	46
<b>Quelles solutions pour réindustrialiser l'Europe ?</b> <b>Patrick Artus</b> , directeur de la recherche et des études, Natixis .....	50
<b>Quel rôle attendre d'une politique de l'innovation dans la réindustrialisation ?</b> <b>Louis Gallois</b> , commissaire général à l'investissement .....	56
<b>➤ Troisième table ronde</b> <b>Quelle gouvernance pour quelle croissance en Europe ?</b> .....	67
<b>Crise de la dette souveraine et crise bancaire, canaux de transmission et principales réponses</b> <b>Jean-Paul Betbèze</b> , chef économiste et directeur des études économiques, Crédit agricole .....	68
<b>Quels sont les enjeux cruciaux et les réponses envisageables ?</b> <b>Le point de vue des marchés financiers</b> <b>Natacha Valla</b> , directeur exécutif, Goldman Sachs Paris .....	71
<b>Quels sont les enjeux cruciaux et les réponses envisageables ?</b> <b>Le point de vue allemand</b> <b>Ansgar Belke</b> , directeur, Institut des affaires et études économiques, université de Duisbourg-Essen .....	76
<b>Quels sont les enjeux cruciaux et les réponses envisageables ?</b> <b>Le point de vue français</b> <b>Claire Waysand</b> , directrice générale adjointe du Trésor, chef économiste au ministère de l'Économie et des Finances .....	78
<b>Zone euro, la souveraineté en question</b> <b>Mathilde Lemoine</b> , directeur des études économiques et de la stratégie marchés, HSBC France .....	81

**Politiques monétaire et budgétaire : les pistes pour la sortie de crise**  
**Agnès Bénassy-Quéré**, directrice, Centre d'études prospectives  
et d'informations internationales (CEPII) ..... 84

**Clôture**

**Vincent Chriqui**, directeur général, Centre d'analyse stratégique ..... 99

**➤ Annexes** ..... 107

**La croissance chez les grands émergents : convergences et tensions**  
*Mahdi Ben Jelloul, Nicolas Meunier et Mouhamadou Sy*  
*Centre d'analyse stratégique*  
**La Note d'analyse n° 285** ..... 109

**Convergences des économies européennes : vingt ans après**  
*Mouhamadou Sy, Centre d'analyse stratégique*  
**La Note d'analyse n° 286** ..... 131

**Une analyse des stratégies de désendettement public**  
*Thomas Brand, Centre d'analyse stratégique*  
**La Note d'analyse n° 287** ..... 155





## Ouverture



**Vincent Chriqui**  
Directeur général  
du Centre d'analyse  
stratégique

Ce colloque qui se tient chaque année en septembre est la principale manifestation organisée par le Centre d'analyse stratégique (CAS) en matière économique. Il s'agit de la troisième édition d'un événement qui fournit l'occasion de se pencher sur des sujets aux thématiques voisines... mais changeantes. Car en trois ans, l'Europe et le monde ont tellement évolué que les réponses ont été profondément renouvelées. Il y a deux ans, nous évoquions la France et l'Europe face à la crise économique. Nous avons alors abordé la coordination internationale, mais aussi le risque d'insolvabilité ou les déséquilibres entre pays. En 2011, la problématique centrale était celle de la croissance de demain. Nous nous efforçons de nous projeter dans l'avenir, conformément à la mission du Centre d'analyse stratégique, pour identifier les leviers de sortie de crise que l'Europe pouvait actionner, qu'il s'agisse des politiques industrielles et d'innovation, de la compétitivité-prix et hors prix, ou des politiques budgétaires et monétaires. Nous étions alors en pleine tourmente boursière.

Aujourd'hui, notre sujet est « *Quel modèle de croissance pour l'Europe ?* », interrogation qui appelle plusieurs réponses. Il paraît évident que le déclin de l'Europe n'est pas inéluctable, tant ses ressources sont nombreuses, en dépit d'un contexte particulièrement ardu.

Nous aborderons, lors d'une première table ronde, l'état de l'économie mondiale, ses bouleversements,

## QUEL MODÈLE DE CROISSANCE POUR L'EUROPE ?

les clés de la croissance, le rôle des grands émergents, dont l'essor est pour nous source de risques mais aussi d'opportunités.

La deuxième table ronde s'attaquera au thème difficile de la réindustrialisation de l'Europe. Plusieurs pistes existent. Pouvons-nous nous inspirer d'un modèle allemand, le *Mittelstand* ? La polarisation des activités productives dans certaines régions de l'Europe est-elle une fatalité ou une nécessité ? Faut-il envisager des mesures pour la corriger ? De manière générale, quelles sont les priorités en matière d'infrastructures et d'innovation pour relever le défi de la réindustrialisation ?

La troisième table ronde s'interrogera sur la gouvernance qui doit être associée au modèle de croissance européen. Ce thème majeur qui a traversé les débats tout au long de la crise constitue une question clé pour notre redressement à venir. L'objectif aujourd'hui est de prendre connaissance du point de vue des principaux acteurs, de certains de nos partenaires, en particulier allemands. Au-delà, il s'agit de réfléchir au bon équilibre à trouver entre une intégration future plus poussée – incontournable – et le respect des souverainetés au sein de la zone euro.

Pour alimenter la réflexion, le CAS publie à l'occasion de ce colloque trois *Notes d'analyse*, concernant :

- la croissance dans les pays émergents ;
- le processus de convergence des économies européennes au cours de ces vingt dernières années ;
- les stratégies d'endettement public mises en œuvre récemment<sup>1</sup>.

Les travaux du CAS sont disponibles librement sur le site Internet du Centre. On y trouvera également l'intégralité de ce débat en vidéo<sup>2</sup>, ainsi que les graphiques présentés à l'appui des exposés<sup>3</sup>.

Je tiens à remercier l'ensemble des participants aux tables rondes, particulièrement ceux qui sont venus de loin. Je salue également nos partenaires du Conseil d'analyse économique et du CEPII qui nous font l'amitié de contribuer, comme chaque année, à la préparation de ce colloque, et je vous remercie tous de consacrer un peu de votre temps pour débattre avec nous.

---

[1] Ces trois notes d'analyse, n° 285, 286 et 287, figurent en annexe de ce volume. Elles sont également téléchargeables sur le site [www.strategie.gouv.fr](http://www.strategie.gouv.fr).

[2] <http://strategie.videodirect.fr/>.

[3] [www.strategie.gouv.fr/content/colloque-quel-modele-de-croissance-pour-l%E2%80%99europe](http://www.strategie.gouv.fr/content/colloque-quel-modele-de-croissance-pour-l%E2%80%99europe).



## Première table ronde

# Les moteurs de la croissance mondiale

### *Participants*

**Lionel Fontagné**, professeur, université Paris I et École d'économie de Paris

**Paul van den Noord**, conseiller auprès du *Chief economist*, OCDE

**Uri Dadush**, directeur du programme « Économie internationale »,  
Carnegie Endowment for International Peace

**Christian de Boissieu**, président, Conseil d'analyse économique

La table ronde est animée par **Éric Le Boucher**, directeur de la rédaction,  
*Enjeux Les Échos*.

### Éric Le Boucher

L'Europe est en récession et on sent monter les critiques et les mécontentements. Critiques envers les mesures économiques – faut-il vraiment croire à l'austérité ? – et mécontentements envers les décisions politiques, avec une poussée inquiétante des extrémismes dans de nombreux pays qui prônent la fin de l'euro ou le retour au protectionnisme.

Le contexte mondial va-t-il nous aider et être porteur ? La situation actuelle est préoccupante : le Fonds monétaire international (FMI) vient de réviser à la baisse ses perspectives de croissance annuelle mondiale à 3,5 % ; la Chine se situe légèrement au-dessus de 7 % et les États-Unis sont à 2 %, ce qui est peu pour ce pays en passe de connaître des mesures d'austérité qui devraient encore contribuer à ralentir l'économie.

L'organisation géographique de l'économie mondiale présente-t-elle une dynamique équilibrée ? Quelle contribution à la croissance attendre des politiques d'innovation appliquées dans le monde ? L'économie mondiale pourra-t-elle porter l'Europe un peu mieux qu'elle n'y parvient aujourd'hui ? Sur quels moteurs peut-on compter ?

Tels sont les points que vont aborder les intervenants de cette première table ronde et dont nous débattons à l'issue de leur exposé.



**Lionel Fontagné**

Professeur à l'université Paris I  
et à l'École d'économie de Paris

### L'organisation géographique de l'économie mondiale présente-t-elle une dynamique équilibrée ?

#### Lionel Fontagné

Cette première analyse concerne le très long terme. Elle s'appuie sur un exercice de projection à horizon

2050 mené conjointement avec Agnès Bénassy-Quéré et Jean Fouré (CEPII)<sup>1</sup>.

Si l'on projette le taux de croissance actuel de la Chine à l'horizon 2050, on aboutit à une multiplication par vingt de la taille de la Chine, et l'on peut *a priori* s'inquiéter des conséquences d'une telle évolution sur les ressources naturelles, l'environnement, la compétition internationale ou les flux financiers.

En réalité, la population chinoise est en train de vieillir très rapidement, ce qui va contribuer à réduire la force de travail et à profondément modifier les comportements d'épargne. La productivité de la Chine doit également converger progressivement vers celle des pays plus avancés, et le compte courant, aujourd'hui excédentaire, devrait naturellement se rééquilibrer à la faveur notamment d'une appréciation réelle de la monnaie chinoise.

Pour expliquer ces phénomènes, nous avons construit un modèle de la croissance mondiale à long terme. Il nous semble qu'aujourd'hui, les deux ressorts de cette croissance sont :

- les facteurs de production (capital et population active) qui bénéficient du progrès technique ;
- l'énergie et l'efficacité énergétique croissante.

Les changements ne se font pas au même rythme selon les régions du monde, notamment en termes de progrès de l'éducation ou de taux d'activité féminin, mais notre modélisation aboutit à une maquette qui permet une projection jusqu'à 2050.

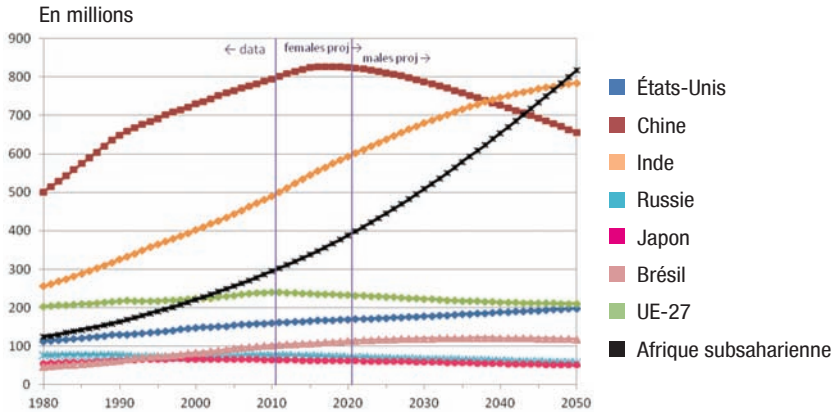
L'évolution de la population active tient compte de l'augmentation du taux d'activité féminin dans les pays émergents. On note une très forte décroissance de la population active chinoise après un pic en 2020, alors que l'Inde bénéficie de son « dividende démographique ». La grande inconnue est de savoir si l'Afrique subsaharienne connaîtra une croissance économique suffisamment forte pour accompagner la progression de sa population active.

---

[1] CEPII [2010], « The world economy in 2050: A tentative picture », *Document de travail*, n° 2010-27, [www.cepii.fr/anglaisgraph/workpap/summaries/wp\\_resume.asp?annee=2010&ref=27&NoDoc=2800](http://www.cepii.fr/anglaisgraph/workpap/summaries/wp_resume.asp?annee=2010&ref=27&NoDoc=2800).

## QUEL MODÈLE DE CROISSANCE POUR L'EUROPE ?

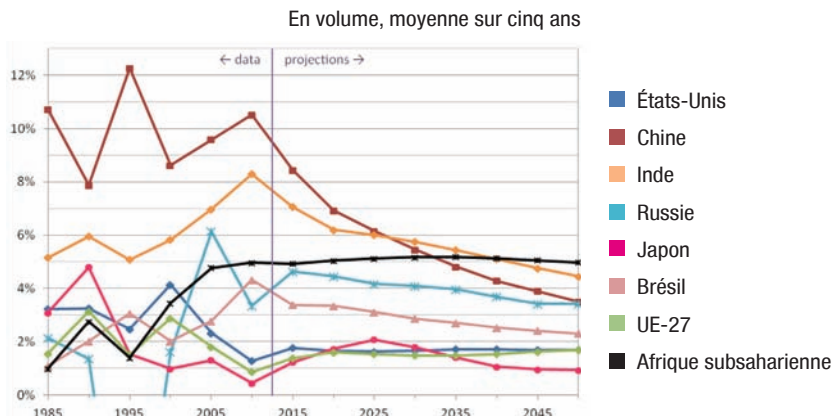
### Projections de la population active à l'horizon 2050



Source : CEPII

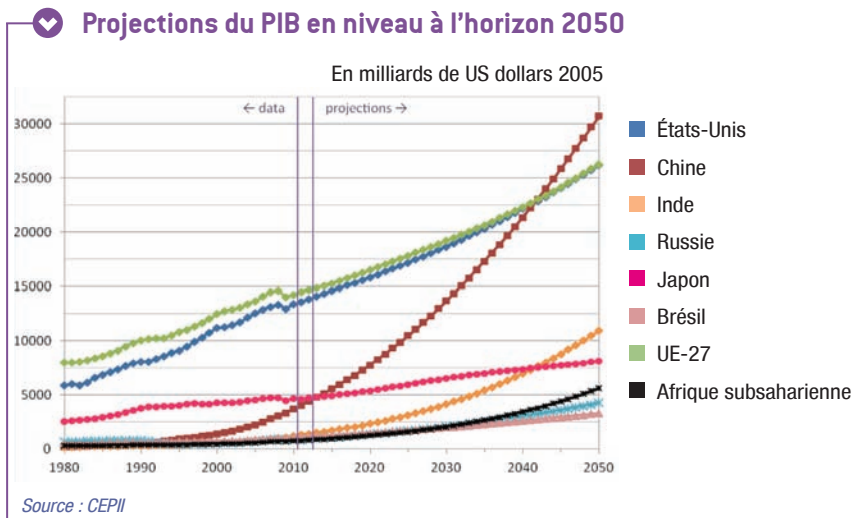
Selon ce modèle, le taux de croissance de la Chine diminue à très long terme. Il faut donc rejeter l'idée d'un rythme de croissance en Chine qui se maintient à plus de 7 ou 8 %. Nous tablons sur un taux de croissance de moins de 4 % à l'horizon de la projection. Ce ralentissement se produira aussi en Inde, mais beaucoup plus lentement.

### Projections du taux de croissance du PIB à l'horizon 2050



Source : CEPII

Dès 2040, la Chine sera en volume la première économie mondiale, devant l'Europe et les États-Unis. On ne peut pourtant pas parler de déclin européen puisque sur la période considérée, le PIB de l'Europe va presque doubler. Si l'Europe réoriente bien ses activités et ses facteurs de production vers les secteurs porteurs, on peut fonder de très grands espoirs. Le PIB de la France va, quant à lui, doubler. L'Inde, en dépit de sa très forte croissance démographique, restera en retrait, avec un niveau de vie qui augmentera beaucoup moins qu'en Chine.

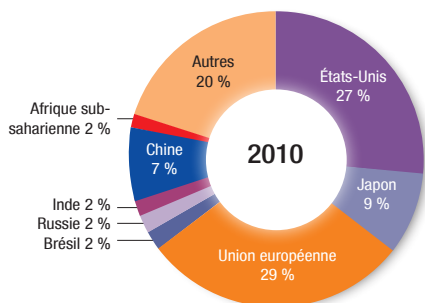


Aujourd'hui, l'Europe représente 29 % de l'économie mondiale, contre 27 % pour les États-Unis, 9 % pour le Japon et 7 % pour la Chine. En 2050, la part en volume de l'Union européenne (UE) dans l'économie mondiale sera de 17 %, celle des États-Unis 17 %, de l'Inde 7 % et de la Chine 20 %. Le « déclin » de l'Europe est donc tout relatif.

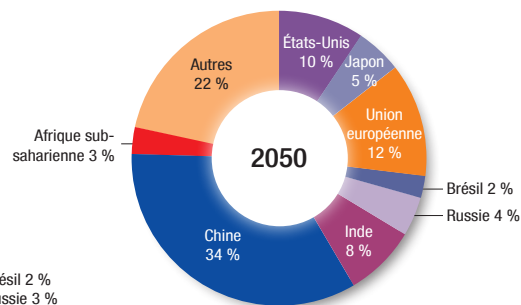
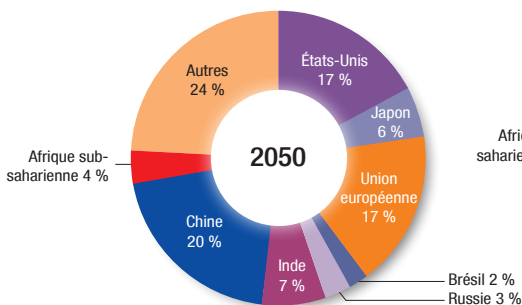
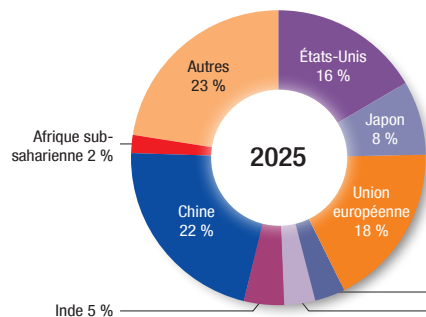
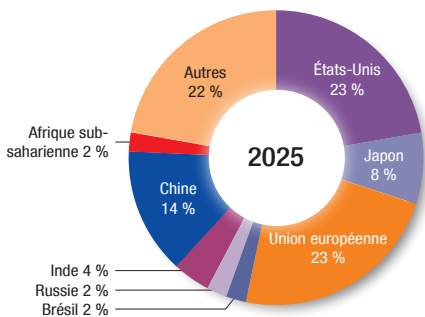
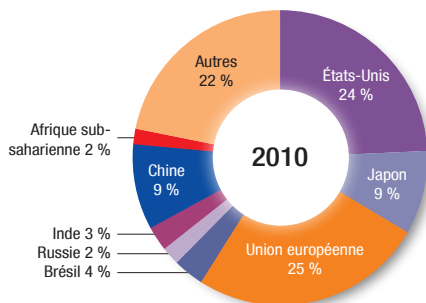
Dans le même temps, les prix vont fluctuer et le taux de change réel de la Chine va devoir s'apprécier. Si la Chine refuse ce mouvement, elle subira une dérive inflationniste. Dans le cas contraire, si elle se montre raisonnable, son taux de change devrait s'apprécier par rapport aux autres monnaies. Dans cette hypothèse, la Chine représentera 34 % de l'économie mondiale en 2050, l'Europe 12 % et les États-Unis 10 %. Ces chiffres en valeur sont beaucoup moins certains que les données en volume. Mais avec une telle évolution, le

## QUEL MODÈLE DE CROISSANCE POUR L'EUROPE ?

### Parts dans le PIB mondial, en dollars constants 2005



### Parts dans le PIB mondial, en dollars courants



Source : CEPII



compte courant de la Chine devrait s'équilibrer et la part en valeur du pays dans l'économie mondiale serait beaucoup plus élevée que celle des États-Unis et de l'Europe.

Simultanément, l'Europe voit son importance relative se réduire. Mais le déclin n'est que dans nos esprits et n'existe pas dans la réalité. L'économie mondiale va en effet croître et l'Europe devrait aborder cette tendance avec optimisme. Il existe certes de véritables menaces qui pèsent sur l'environnement, les ressources naturelles, etc. Quant à celles qui influent sur l'Europe, elles sont d'ordre interne, liées à son incapacité à s'organiser et à progresser. De ce fait, on en oublie les opportunités qui s'offrent à l'Europe : une Europe plus petite dans un marché mondial beaucoup plus grand, avec beaucoup plus de clients toujours plus riches, représente une formidable chance de préserver notre niveau de vie, si nous savons la saisir.

### Éric Le Boucher

Le PIB de l'Europe va donc doubler, l'Europe sera la première puissance économique mondiale en 2025, et sera à égalité avec la Chine et les États-Unis en 2050. Ce regard est réconfortant. Nous allons demander à Paul van den Noord, économiste à l'OCDE, s'il partage cet optimisme.



**Paul van den Noord**

Conseiller auprès du *Chief economist*, OCDE

## Principaux enjeux pour l'économie mondiale

### Paul van den Noord

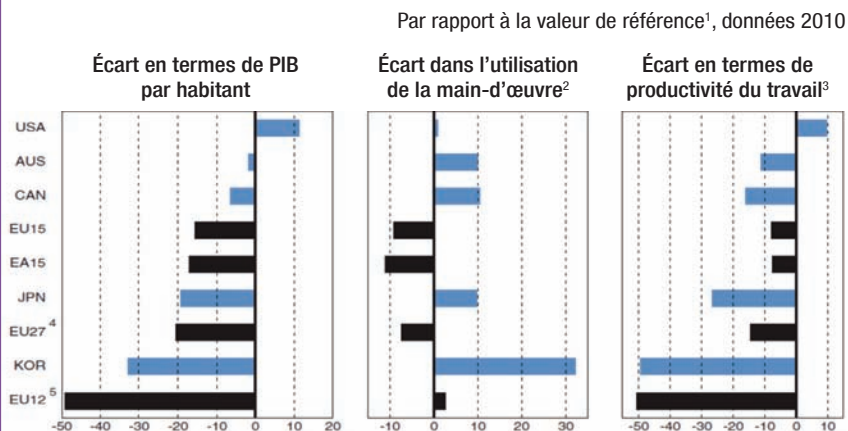
L'OCDE partage cet optimisme car le potentiel de l'Europe est considérable, à condition que les Européens sachent s'organiser pour en bénéficier.

Avant la crise, la performance économique mesurée en PIB *per capita* était, pour la plupart des membres de

## QUEL MODÈLE DE CROISSANCE POUR L'EUROPE ?

l'Union européenne (UE), plus faible que celle des pays les plus performants. Aux États-Unis, le PIB par tête était supérieur à la moyenne enregistrée dans les pays européens les plus performants. Le PIB moyen par habitant des quinze pays membres originels de l'UE était inférieur de 10 % à 20 % à celui des pays de l'OCDE les plus dynamiques. Le PIB par habitant des vingt-sept pays de l'UE était inférieur, de l'ordre de 20 %, à celui des pays les plus performants de l'OCDE.

### Sources des écarts dans le revenu réel



(1) La valeur de référence est définie comme la moyenne simple des 17 pays de l'OCDE ayant un PIB par habitant exprimé en termes de PPA (parité de pouvoir d'achat) le plus élevé. La population du Luxembourg comprend les travailleurs frontaliers et pour la Norvège, il s'agit de la Norvège continentale.

(2) L'utilisation de la main-d'œuvre est mesurée par le nombre d'heures travaillées par habitant.

(3) La productivité du travail est représentée par le PIB par heure travaillée.

(4) L'UE-27 se réfère aux 21 pays qui sont membres de l'OCDE.

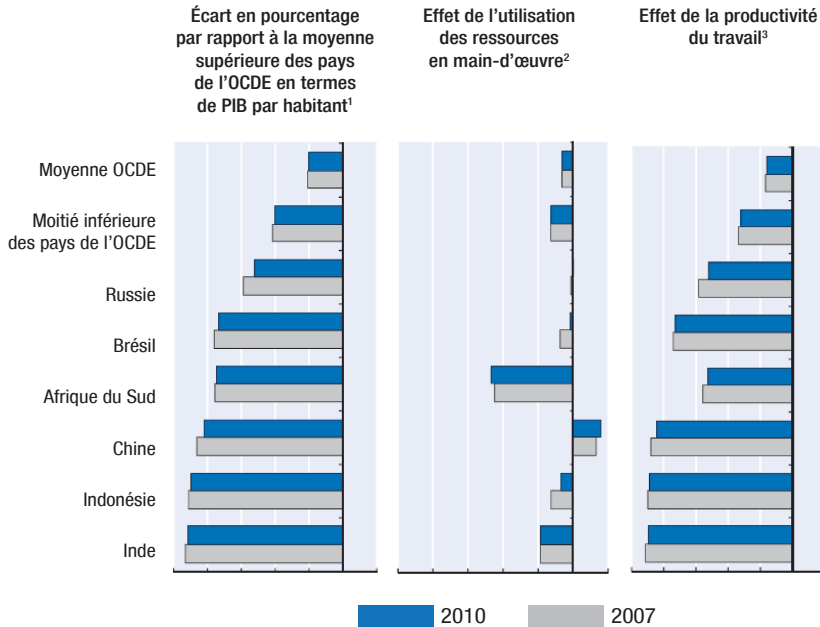
(5) L'UE-12 se réfère aux 6 pays qui sont membres de l'OCDE.

Source : OCDE (2011), Base de données de la productivité

L'écart est évidemment plus important pour les nouveaux membres de l'UE issus de l'Europe centrale et orientale, puisqu'il est de l'ordre de 50 %.

On observe toutefois une certaine convergence entre les pays de l'UE, notamment si l'on compare ces performances avec celles de la Chine, de l'Indonésie ou l'Inde qui affichent un écart du PIB par tête de 80 % à 90 % par rapport à celui des pays de l'OCDE les plus performants. Au sein de l'UE, l'écart reste élevé entre Est et Ouest, mais ce fossé est beaucoup moins important que celui qui s'est creusé avec le reste du monde.

♥ Variations de revenus : les pays de l'OCDE et les BRIICS\*



(\*) Brésil, Russie, Inde, Indonésie, Chine, Afrique du Sud.

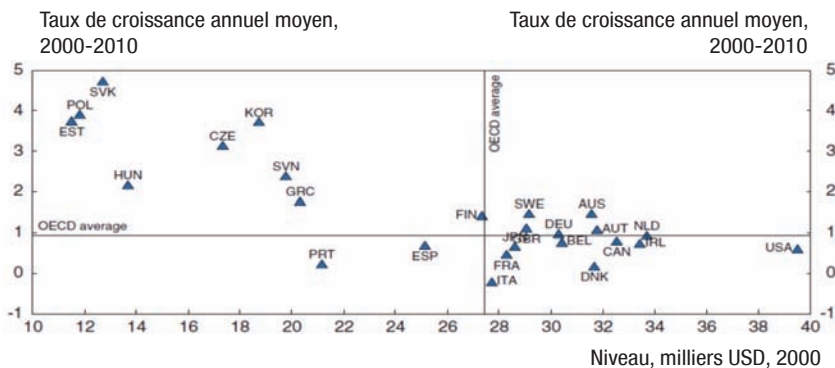
(1) Comparé à la moyenne des 17 premiers pays de l'OCDE en termes de PIB par habitant, sur la base des parités de pouvoir d'achat de 2007 et 2010 mesurées par la Banque mondiale. La moyenne de l'OCDE est fondée sur une moyenne simple des 34 pays membres. La somme des écarts en pourcentage de l'utilisation des ressources en main-d'œuvre et de la productivité de travail ne correspond pas exactement à l'écart de PIB par habitant dans la mesure où la décomposition est multiplicative.

(2) L'utilisation des ressources en main-d'œuvre correspond à l'emploi en pourcentage des individus d'âge actif dans la population.

(3) La productivité du travail correspond au PIB par personne occupée.

Source : Banque mondiale (2011), Indicateurs du développement mondial (base de données) et OIT (Organisation internationale du travail) (2011), Principaux indicateurs du marché du travail (base de données) pour les données sur l'emploi concernant le Brésil et l'Indonésie ; Statistics South Africa pour les données sur l'emploi de l'Afrique du Sud ; India National Sample Survey (diverses années), estimations annuelles de la population tirées du Registrar General et estimations de l'OCDE pour l'emploi sur l'Inde ; ministère chinois des Ressources humaines et de la Sécurité sociale pour les données sur l'emploi concernant la Chine

### Convergence des PIB par tête<sup>1</sup>



(1) À prix constants et aux PPA constantes de 2005.

Source : OCDE, Base de données des Comptes nationaux

Compte tenu des politiques actuelles, la croissance européenne devrait ralentir. À l'avenir, elle dépendra de la capacité de l'Europe à pouvoir tirer profit de la mondialisation, grâce au bon fonctionnement du marché du travail, de la politique d'innovation et du système d'enseignement, mais aussi grâce à un partage égal et juste des coûts et avantages de la mondialisation.

Pour ce faire, l'OCDE présente un plan de réforme en cinq points pour une UE plus verte, plus juste, plus innovante, plus libérale, avec un marché unique pour les biens et services et le marché du travail.

### **L'Europe doit être plus juste et plus verte**

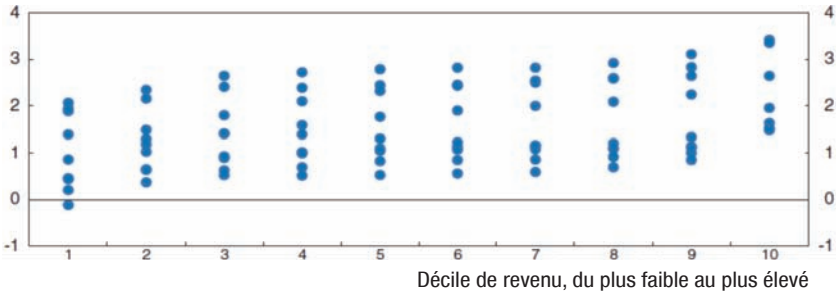
La faible croissance économique s'est accompagnée d'une inégalité accrue. Les 10 % les plus riches de la population profitent de la croissance des revenus, alors que la population située dans la partie inférieure de la distribution des revenus a connu des gains moins importants, en raison du chômage, de la fragilisation des travailleurs les plus vulnérables. La capacité de gérer une croissance durable et soutenable dépend d'une nouvelle distribution des revenus. Elle implique également des économies plus vertes. L'environnement reste un défi absolument essentiel.



## Inégalité et croissance du revenu

### Variation annuelle moyenne entre mi-1980 et mi-2000

Croissance du revenu,  
en pourcentage



Lecture : les points correspondent aux observations du Danemark, de la Finlande, de la France, de l'Allemagne, de l'Italie, du Luxembourg, des Pays-Bas, de la Suède et du Royaume-Uni.

Source : OCDE, base de données de la répartition du revenu et de la pauvreté

### **Une innovation renforcée**

L'Europe doit améliorer sa capacité d'innovation et l'efficacité de son système d'enseignement. Les systèmes nationaux de brevets induisent des coûts élevés pour ceux qui souhaitent protéger leur propriété intellectuelle à l'échelle de l'UE. En Europe, les entreprises ont du mal à trouver des capitaux et à gagner des parts de marché. Même si le nombre de sociétés que l'on y crée se compare à celui des États-Unis, leur croissance est moins rapide.

### **La libéralisation des échanges et de l'agriculture**

La pression protectionniste grandissante, notamment dans le secteur automobile, ne peut qu'avoir des conséquences néfastes sur la croissance. La Politique agricole commune coûte très cher, obère la croissance et le pouvoir d'achat des consommateurs. Il y a donc manifestement matière à améliorer la situation.

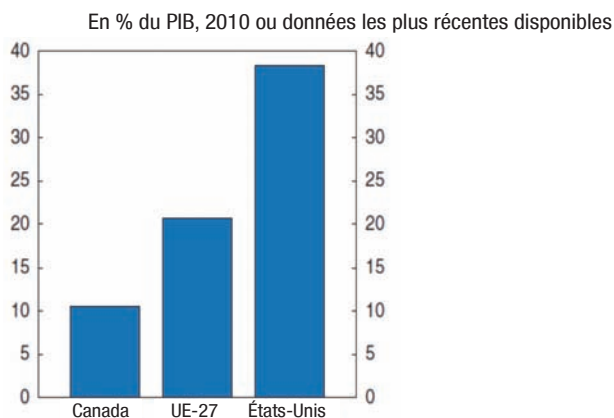
L'Europe doit absolument parfaire le marché unique pour les biens et services afin d'accroître la concurrence, permettre des économies d'échelle. Le potentiel du marché unique – cinq cents millions de consommateurs – est aujourd'hui freiné par le fait qu'un grand nombre de marchés sont organisés à l'échelle nationale. Le marché moyen s'élève à moins de dix millions de personnes,

## QUEL MODÈLE DE CROISSANCE POUR L'EUROPE ?

chiffre à comparer à la taille des marchés que l'on trouve en Chine, en Inde ou dans d'autres pays. L'intégration des échanges est moins poussée en Europe qu'ailleurs, les écarts de prix restent élevés. La fragmentation des marchés se répercute sur la taille moyenne des entreprises européennes qui est faible. Au cours des dix dernières années, la part des échanges intra-européens dans le PIB est restée stable, ce qui diffère de ce que l'on constate à l'échelle mondiale. La part des échanges intra-européens est moins élevée que celle des échanges entre États aux États-Unis. L'Europe est pénalisée par l'absence d'économies d'échelle que l'on observe aux États-Unis.



### Échanges intra-zone pour les produits manufacturiers

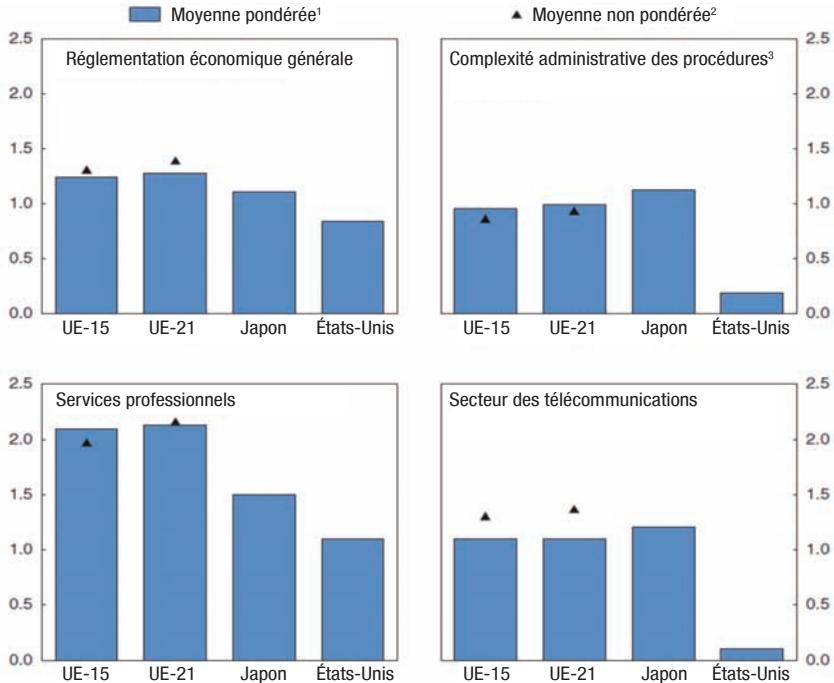


Source : Eurostat ; US Bureau of Transportation Statistics, Commodity Flow Survey 2007 ; Statistics Canada, Interprovincial Trade Flows

Des règles restrictives au niveau national, même si elles ne sont pas discriminatoires, confèrent un avantage aux entreprises nationales. Toute entreprise souhaitant développer son activité à l'échelle internationale fait face à des coûts de transaction significatifs. Ces obstacles pénalisent en priorité les petites et moyennes entreprises (PME). Les barrières réglementaires au sein de l'UE sont très élevées, notamment dans le domaine des services professionnels.

## La régulation des marchés

Échelle de 0 à 6, de la moins à la plus restrictive, 2008



1. La moyenne UE-15/UE-21 a été calculée en utilisant le PIB en 2008 comme variable de pondération.
2. La moyenne UE-15/UE-21 a été calculée en tant que moyenne simple (non pondérée).
3. Y compris la communication du gouvernement en matière de règles et de procédures aussi bien que le système de licences et permis.

Source : OCDE, Product Market Regulation Database and OECD Economic Outlook Database

### Un système financier intégré

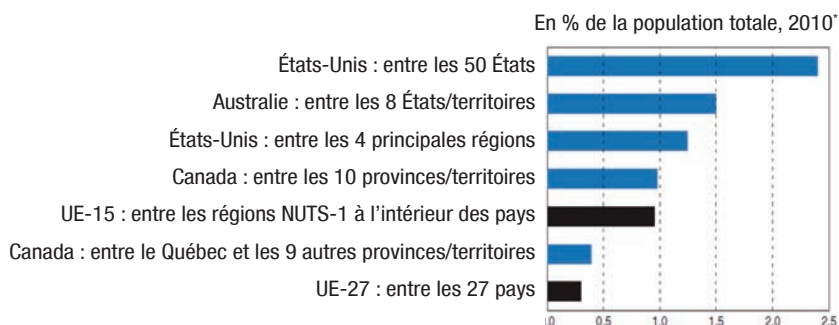
L'intégration du système financier a bien avancé dans les pays qui se situent au cœur de l'Europe mais beaucoup moins ailleurs. L'intégration de la banque de détail est inégale, ce qui crée un risque et a contribué au repli des banques sur elles-mêmes à partir de 2007. Certaines avancées obtenues depuis dix ans ne sont pas soutenables du fait du cycle conjoncturel du crédit. Malgré des progrès juridiques en matière d'approfondissement du marché unique, notamment grâce à la nouvelle directive sur les services, la mise en œuvre

et l'application de ces textes au niveau national sont défailtantes. Certaines directives ne sont pas transposées, la gouvernance de l'UE doit être vigilante à ce sujet.

### **Un marché du travail réformé**

Il est essentiel de supprimer les barrières à la mobilité de la main-d'œuvre entre pays européens. Une législation trop restrictive, le dualisme, la protection sociale et les systèmes fiscaux contribuent au maintien de taux élevés du chômage et pénalisent le taux de croissance. La mobilité de la main-d'œuvre continue d'être faible à l'intérieur des pays, et entre pays. Elle est beaucoup moins élevée qu'aux États-Unis, par exemple.

#### **Mobilité annuelle transfrontalière**



Lecture : mobilité de la population pour l'Australie, le Canada et les États-Unis et mobilité de la main-d'œuvre pour l'Union européenne.

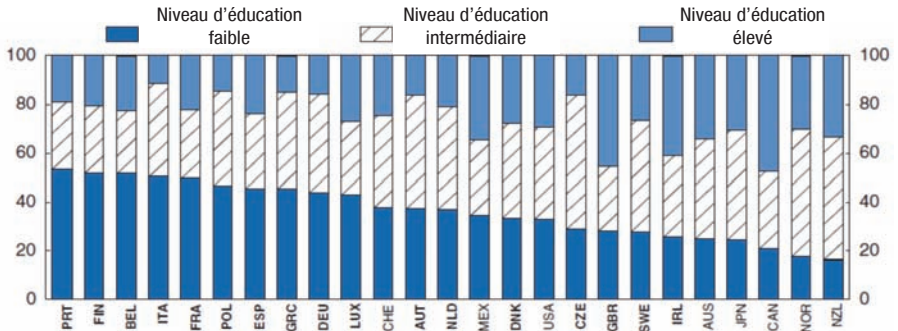
(\*) Ou dernière année disponible.

Source : ABS, Cat. n° 3412.0 ; Eurostat, Population Statistics ; Statistics Canada ; US Census Bureau, American Community Survey

Les migrants entre pays européens proviennent essentiellement des pays d'Europe centrale et orientale. Ils ont tendance à être surqualifiés et ont du mal à obtenir la reconnaissance de cette qualification. De nombreux obstacles à la mobilité subsistent. Le coût de la migration a augmenté du fait des réglementations nationales. La reconnaissance automatique d'une qualification professionnelle ne concerne que sept professions, sur huit cents référencées en Europe.



Immigrants par niveau d'éducation (en pourcentage parmi les personnes nées à l'étranger, 2005/2006)



Source : Widmaier S. et Dumont J.-C. (2011), « Are recent immigrants different? A new profile of immigrants in the OECD based on DIOC 2005/06 », OECD Social, Employment and Migration Working Papers, n° 126, OECD Publishing, Paris

Les migrants se heurtent à la menace d'une perte de leurs droits et d'une double imposition. Supprimer les obstacles à la mobilité et créer un cadre propice permettrait un meilleur fonctionnement du marché du travail, ce qui serait un mécanisme d'ajustement clé au sein de l'union monétaire européenne. Une mobilité plus importante en Europe aurait permis de réduire la divergence des taux d'inflation réels entre pays qui est l'un des facteurs ayant contribué à la crise actuelle.

La migration provenant de l'extérieur de l'Europe pourrait contribuer à la réduction des déséquilibres sur le marché du travail. L'Europe reçoit majoritairement des immigrants à faible niveau d'éducation, alors que les pays hors UE accueillent des immigrants au niveau d'éducation intermédiaire ou élevé. Une politique d'immigration européenne renforcée comblerait la carence en main-d'œuvre qualifiée au sein de l'UE. De ce point de vue, la carte bleue européenne, qui vise à faciliter l'entrée et la circulation en Europe des ressortissants de pays tiers hautement qualifiés, va dans la bonne direction. Mais certains pays membres n'ont pas encore voté la transposition de la directive correspondant à cette initiative.

Si l'UE devait suivre ce plan en cinq points, elle pourrait devenir l'une des économies les plus puissantes au monde, comme nous l'avait promis la Stratégie de Lisbonne en 2000. Cela suppose des efforts, mais le potentiel est là. La balle est dans le camp des décideurs et des politiques.

### Éric Le Boucher

Nous sommes loin des « États-Unis d'Europe » en termes de mobilité interne ou de concentration des entreprises. Il semble néanmoins, d'après votre présentation, que l'Europe recèle encore un très fort potentiel de concentration et d'effet d'échelle. Uri Dadush, allez-vous aussi tenir un langage optimiste quant à nos chances de réussite ?



**Uri Dadush**

Directeur du programme  
« Économie internationale »,  
Carnegie Endowment  
for International Peace

### Quelles politiques économiques en réponse aux enjeux de la croissance ?

#### Uri Dadush

Mon propos sera un peu moins optimiste. Depuis trente ans, trois forces majeures en interaction caractérisent la croissance globale et la distribution de ses fruits. Après les avoir décrites, j'en tirerai quelques leçons de politique intérieure à partir de l'expérience des pays qui ont su le mieux les gérer. Je terminerai par un commentaire sur les tensions internationales suscitées par ces tendances.

#### ***Trois forces en interaction***

##### ***L'essor des pays émergents***

Dans les dix ans qui ont précédé la crise financière, quarante pays en développement ont crû de plus de 7 % par an, comme nous l'avons constaté avec William Shaw<sup>1</sup>. L'essor de ces pays est en train de transformer le commerce, la finance et la migration internationale, en un mot la globalisation. Alors que tout le monde aujourd'hui se préoccupe du taux de croissance, le potentiel de développement dans le monde, de manière ironique, n'a jamais été aussi élevé à long terme.

---

[1] Dadush U. et Shaw W. (2011), *Juggernaut: How Emerging Markets Are Reshaping Globalization*, Washington, DC: Carnegie Endowment for International Peace.

### ***La révolution des technologies de l'information et de l'Internet***

Ces nouvelles technologies ne sont peut-être pas les plus révolutionnaires de l'histoire, mais elles facilitent l'adoption de toutes les autres. Elles simplifient le commerce et augmentent la productivité non seulement dans les secteurs manufacturier et agricole, mais aussi et surtout dans les services, qui sont actuellement à la base de la richesse des pays avancés. Bien entendu, le processus de rattrapage des pays émergents, qui explique leur croissance rapide, est largement favorisé par ces nouvelles technologies.

### ***L'augmentation des inégalités dans la plupart des pays***

On observe l'avancée des inégalités non seulement dans les pays avancés, mais aussi dans les pays en développement. C'est vrai notamment aux États-Unis et en Chine. Les changements technologiques favorisent les travailleurs spécialisés par rapport aux non spécialisés, qui se retrouvent en excès du fait de l'arrivée sur le marché de l'emploi de centaines de millions de travailleurs non spécialisés, avec l'insertion dans l'économie mondiale de la Chine, l'Inde, etc.

Tous les pays ont dû faire face à ces trois forces et à leurs interactions. La plupart d'entre eux ont connu des taux de croissance élevés ces vingt ou trente dernières années. D'autres ont réussi à modérer les inégalités. Certains ont cumulé les deux tendances. La majorité des experts s'accordent pour considérer que la Suède a mieux géré ces trois forces que l'Italie, le Canada mieux que les États-Unis, la Corée mieux que le Japon, Israël mieux que la Grèce et la Turquie mieux que l'Égypte.

### ***Les grands enseignements en matière de politique intérieure***

Six leçons principales se dégagent de l'observation des pays qui ont le mieux géré cette transition.

### ***Le besoin d'un cadre macroéconomique fiable***

Un cadre macroéconomique fiable donne confiance aux investisseurs. Face à ce critère, il est clair que l'Europe échoue aujourd'hui. La zone euro doit établir des conditions pour que l'union monétaire fonctionne, ce qui inclut une modération dans les niveaux d'endettement public. Faute de cela, la croissance de l'Europe restera bien en deçà de son potentiel. Je suis, de ce point de vue, un peu moins optimiste que l'orateur précédent.

### ***Maintenir l'équilibre entre le secteur financier et l'économie réelle***

Le secteur financier est un instrument indispensable de l'allocation de ressources, mais nous avons appris à nos dépens que rien n'est plus dangereux pour le bien-être du citoyen qu'un secteur bancaire qui prend des risques excessifs, soit pour faire face à des réalités concurrentielles, soit parce qu'il n'assume pas la responsabilité de ses actions. Cet aspect constitue une différence importante entre les pays.

### ***La nécessaire flexibilité***

La flexibilité répond aux besoins des secteurs porteurs et moins porteurs, en favorisant la réallocation des ressources pour capter les opportunités que représentent les changements techniques et géographiques.

### ***Le maintien d'un consensus social***

Dans les pays où l'inégalité a fortement augmenté, tels que les États-Unis, Israël, la Russie et la Chine, les tensions politiques sont évidentes. La soutenabilité du modèle de croissance s'en trouve remise en cause. Les Scandinaves et les Canadiens ont prouvé qu'il était possible d'instaurer une taxation progressive, d'investir dans l'éducation et de proposer un filet de protection sociale sans pour autant porter atteinte à l'efficacité de l'économie.

### ***La gestion de la diversité***

Les études montrent clairement que l'immigration peut représenter un atout pour les pays d'accueil, les pays d'origine et l'immigrant lui-même. Le profil démographique des États-Unis est beaucoup plus favorable à la croissance que celui des pays européens et du Japon, avant tout grâce à l'immigration qui stimule aussi la capacité d'innovation du pays. La grande différence tient non seulement au nombre et à la qualité des immigrants, mais aussi à la capacité – fondamentale – de les intégrer rapidement dans le tissu social du pays, ce que réussissent les États-Unis.

### ***Faciliter l'apprentissage***

Contrairement à l'opinion communément admise, le progrès technologique ne consiste pas principalement à innover. Les pays en développement nous le prouvent, qui adoptent aujourd'hui des technologies considérées comme anciennes. Chaque année, les États-Unis apprennent plus des innovations françaises et allemandes, que des inventions produites par les Américains eux-mêmes, et *vice versa*. L'apprentissage dépend non seulement de l'accès

au monde et de la concurrence avec les meilleurs, mais aussi d'un système d'éducation d'où sortent des personnes capables d'absorber continuellement de nouvelles idées et techniques. Compte tenu de l'importance des services, un pays peut apprendre beaucoup, tant d'entreprises comme Carrefour ou McDonald's que d'Apple et Airbus.

### ***La gestion des tensions internationales***

Notre génération et celle de nos enfants seront témoins de l'une des plus importantes délocalisations de pouvoirs que l'Histoire aura connues. Nous serons alors dans un monde où six des sept plus grandes économies seront des pays en développement. Aucun pays européen ne fera partie du G7 du futur.

Ces pays en développement auront très probablement des priorités différentes des nôtres. Il est déjà plus compliqué aujourd'hui de parvenir à une coopération internationale fructueuse, de définir les règles du commerce et de la finance qui s'appliquent à l'échelle mondiale. Pourtant, les marges de manœuvre au niveau national deviendront de plus en plus étroites. De plus, les pays vont devoir se plier à la limitation des émissions de carbone.

Pour faire progresser la coopération internationale, il n'existera pas d'autre choix que celui d'un faible nombre de pays qui se coaliseront pour mener les négociations et qui inciteront par la suite un grand nombre d'autres pays à adhérer à ce qu'ils auront convenu. Dans pratiquement tous les domaines, ces coalitions devront inclure la Chine et les États-Unis. Une Europe unie aura toujours une place autour de la table, ce qui ne sera pas nécessairement le cas des pays européens pris individuellement.

Enfin, faire progresser la coopération internationale dans ses différents domaines nécessitera le développement d'une conscience globale, surtout parmi les populations des économies dominantes. Nous aurons besoin d'une meilleure compréhension, plus approfondie, de la notion d'interdépendance, de tolérance pour la diversité et d'une volonté de travailler ensemble pour maintenir un espace commun de prospérité.



**Christian de Boissieu**  
Président du Conseil  
d'analyse économique

## L'industrie est-elle incontournable pour une croissance équilibrée ?

**Christian de Boissieu**

L'exposé de ces scénarios rappelle cette réflexion de Georges Bernanos, qui renvoyait ainsi dos à dos les pessimistes et les optimistes : « *l'optimiste est un imbécile heureux, le pessimiste un imbécile malheureux* ». Dans tous les cas, je suis un imbécile... mais j'ignore si je suis heureux ou malheureux. Tout dépend de l'horizon auquel on se projette. Réfléchir à l'horizon 2050 ouvre bien évidemment un champ d'action plus vaste que se projeter à 2020. Compte tenu de mon âge, je préfère néanmoins raisonner à l'échéance 2020 où la question centrale concernera l'Europe : se donnera-t-elle les moyens de se maintenir en première division ? Si l'Europe tombe en deuxième division, nous aurons tous, l'Allemagne comme les autres, beaucoup de mal à remonter en première. L'Histoire repasse rarement les plats... Le problème de l'Europe est que sa croissance potentielle est trop faible par rapport à celle des autres acteurs de l'économie mondiale ; l'enjeu est de mettre en œuvre des politiques schumpetériennes pour rehausser ce potentiel de croissance et faire reculer le chômage, particulièrement celui des jeunes.

À l'horizon 2020, le défi principal que devront relever les pays les plus avancés ne sera pas l'inflation. Nous vivons dans un monde où, avant même le début de la crise en 2007, les liquidités étaient abondantes. La gestion de la crise mondiale a encore accru le volant de liquidités. Si j'adhérais à la théorie monétariste de Milton Friedman – ce qui n'a jamais été mon cas –, j'affirmerais que cette abondance de liquidités va se terminer par une reprise de l'inflation sur les biens et services.

Le monde a changé. Depuis quinze ans, nous passons d'une bulle à l'autre et l'inflation se loge sur les marchés d'actifs, sur l'immobilier, les matières premières, le

pétrole ou l'or. Nous allons continuer à vivre dans ce monde où l'inflation se traduira par des bulles et par leur explosion. Dans les pays les plus avancés, malgré les politiques monétaires expansives, l'inflation traditionnelle va plutôt rester sous contrôle, en raison de la mondialisation et – malheureusement – du niveau du chômage. Comment peut-on imaginer qu'il existe un risque d'inflation dans des zones où le taux de chômage atteint 11 % en moyenne ? Même en cas de choc initial, je ne vois pas ce qui pourrait entraîner une inflation salariale aux États-Unis, dont le taux de chômage est de 8,1 %, et en Europe avec un taux de chômage moyen de 11 %. À l'horizon 2020, l'ennemi est le chômage et non l'inflation.

L'objectif de l'Europe doit être de gagner 1 à 1,5 point de croissance potentielle, alors que celle-ci se situe autour de 1 % aujourd'hui et qu'elle a baissé avec la crise. Il ne s'agit pas d'être pessimiste ou optimiste, mais d'être volontariste. L'Europe ne réglera pas son problème de croissance potentielle par la démographie ou par l'immigration ; elle doit mettre l'accent sur deux objectifs :

- favoriser la technologie et l'innovation au sens large ;
- améliorer l'éducation.

L'Union européenne a totalement failli à appliquer l'agenda de Lisbonne. Les objectifs ont été correctement posés mais mal traités. Il est à craindre qu'il en soit de même avec l'agenda Europe 2020 car ce dernier n'est pas financé. On peut toujours plaider pour le développement des technologies, de l'éducation, ou pour la croissance verte, mais on ne peut pas négliger l'aspect du financement.

En 2009/2010, face à l'incendie de la crise mondiale, il fallait « faire du Keynes ». Je reste keynésien par de nombreux côtés, mais aujourd'hui, nous devons « faire du Schumpeter », privilégier la politique de l'offre, la compétitivité, l'éducation et la technologie. La grande inconnue est la liste des pays qui fixeront la frontière technologique et qui sauront s'y maintenir. La Chine nous a rejoints pour certaines industries comme le nucléaire, alors que nous pensions qu'elle mettrait beaucoup plus de temps pour le faire. Ne soyons pas naïfs. Dans un contexte où l'objectif consiste à prendre des mesures structurelles pour accroître la croissance potentielle et effective et pour faire baisser le chômage, l'Europe court le risque d'être victime du jeu non coopératif qui a cours au niveau mondial.

## QUEL MODÈLE DE CROISSANCE POUR L'EUROPE ?

Dans les années qui viennent, on peut craindre une baisse du dollar. Nous sommes installés dans une situation de guerre des monnaies. La zone euro va certes sortir progressivement de son état de crise. Depuis quinze jours, l'euro remonte sous l'effet d'un regain d'optimisme des marchés suscité par les récentes décisions prises par la BCE et les pouvoirs publics européens. Mais le risque pour l'Europe est celui d'une baisse du dollar, voulue par les Américains. Ce n'est pas tant le protectionnisme commercial qu'il faut redouter, car le meilleur moyen pour un pays de protéger son économie consiste à sous-évaluer sa monnaie. Quels seront alors les leviers d'action en Europe, en cas de baisse du dollar, une fois surmontée la crise de la zone euro ? L'Europe est la zone où la croissance est la moins forte parmi les pays les plus avancés. La croissance potentielle américaine est le double de la nôtre. Dans ce contexte, l'effet de change risque de peser sur notre compétitivité et notre expansion.

Un deuxième sujet non coopératif mérite d'être évoqué : la mise en application de la nouvelle régulation bancaire et financière qui découle de Bâle III. L'Europe – du fait de la crise de la zone euro – joue totalement le jeu de Bâle III. Les Américains et les pays en développement en feront-ils de même ? La concurrence va aussi s'exercer sur ces aspects.

En conclusion, une remarque sur le financement. Nous sommes certainement déjà entrés dans un monde quelque peu paradoxal, où les liquidités sont abondantes mais où les contraintes de financement sur l'économie réelle vont devenir de plus en plus fortes. Les budgets publics vont être sous pression pendant au moins cinq ans, les banques seront plus réticentes à financer les PME, l'économie réelle et le développement durable. Si l'on admet qu'il faut mettre en œuvre un programme schumpetérien au niveau européen pour retrouver de la croissance et réduire le chômage, comment le finance-t-on ? La question sera de mieux mobiliser l'épargne disponible. L'Europe dispose d'une réserve d'épargne, mais elle doit en attirer davantage pour financer les PME, l'investissement productif ou l'éducation.

### Éric Le Boucher

Pour clore cette première table ronde, je vous propose de nous attarder sur l'économie américaine. Quelle analyse en faites-vous ? Le potentiel de 2,5 % de croissance paraît-il solide ?



### Uri Dadush

L'économie américaine se porte mieux, avec une reprise significative du secteur résidentiel, balbutiante mais solide, ainsi qu'un retour graduel de la confiance dans le secteur bancaire et les entreprises. Ces dernières affichent des niveaux de profits historiquement très élevés et disposent de ressources financières considérables. Le principal problème posé aux États-Unis, à court comme à long terme, est celui de la polarisation de la vie politique. Le système fondé sur la notion de « *checks and balances* » (l'équilibre des pouvoirs) a très bien fonctionné tant qu'il existait un consensus au sein de la classe politique. Il fonctionne beaucoup moins bien lorsque ce consensus disparaît. De profondes réformes structurelles, dont les États-Unis ont besoin, sont peu probables. Nous risquons d'assister en fin d'année à de nouveaux échanges théâtraux sur les réformes budgétaires nécessaires, ce qui pourrait mener au « *fiscal cliff* » (mur budgétaire) et aboutir à une forte pression fiscale négative, entraînant un ralentissement de la croissance en 2013. À plus long terme, les perspectives des États-Unis sont très positives mais la situation politique soulève d'importantes interrogations.

### Éric Le Boucher

Il existerait donc une menace de paralysie du système washingtonien... à l'image de celle du système bruxellois ?

### Uri Dadush

Elle ne saurait être aussi grave !

### Paul van den Noord

Je souscris totalement au risque de récession qui pèse sur les États-Unis dans l'année à venir si le pays ne règle pas le problème du *fiscal cliff*. Il faut donc s'attendre à une nouvelle vague de turbulences mais j'ignore si ce problème persistera à plus long terme.

L'analyse économique de Christian de Boissieu concernant le paradoxe lié à l'abondance de liquidités et à l'incapacité à financer les innovations nécessaires est tout à fait juste : la question est comment mobiliser le potentiel financier pour financer croissance et innovation. Le mot clé dans ce domaine est la confiance. Si les entreprises et les banques croient en la sortie de crise de la zone euro, et si l'UE atteint son objectif qui est de créer une économie compétitive et innovante, alors les marchés financiers joueront leur rôle et veilleront à ce

## QUEL MODÈLE DE CROISSANCE POUR L'EUROPE ?

que les moyens financiers nécessaires à l'innovation soient disponibles. Il faut donc adresser un signal fort aux entreprises et aux banques en agissant pour la création d'un véritable marché intérieur en matière de main-d'œuvre, de biens et de services. Nous estimons le potentiel de croissance européen supérieur de 15 % à celui des pays les plus performants de l'OCDE, à condition de permettre la naissance d'un marché de cinq cents millions de personnes au lieu de la multitude de marchés de taille plus réduite qui existe actuellement. Nous croyons à la capacité de réaliser d'importantes économies d'échelle mais nous devons, avant tout, favoriser la naissance de ce marché unique du travail et des biens et services. Si la confiance revient, l'argent ira là où il est nécessaire.

### Éric Le Boucher

Assiste-t-on à une réindustrialisation aux États-Unis ?

### Lionel Fontagné

Il faut se méfier des propos de campagne électorale, y compris aux États-Unis qui se caractérisent par le contraste entre une réussite incontestable dans certains domaines comme l'université et l'innovation, et une situation macroéconomique et budgétaire qui n'est pas aussi saine qu'on pourrait le penser. Aux États-Unis, des tensions très fortes sont masquées par la crise de l'euro. Une fois celle-ci surmontée, il deviendra tout à fait évident que les Américains, eux aussi, ont du mal, chaque année, à boucler leur budget.

Les Européens doivent surtout s'inspirer de la formidable capacité d'innovation des États-Unis. L'économie mondiale ayant basculé vers l'Asie, ils doivent aussi s'interroger sur la force d'attraction que la zone Pacifique exerce évidemment sur les Américains. Avons-nous les moyens de continuer à les retenir, de poursuivre les collaborations historiques qui ont porté la croissance européenne ? Comment nous organiser pour parvenir à une vaste zone de libre-échange en matière de services et reconnaître les normes de la même façon aux États-Unis et en Europe ? Comment attirer les investissements américains en Europe ? Tous ces sujets sont importants et urgents. Il faut bien comprendre que notre nouvelle frontière en matière de croissance se situe aussi dans notre capacité à renouveler nos relations historiques avec le système d'innovation des États-Unis et avec les grandes entreprises américaines.

### Christian de Boissieu

Le fonctionnement du marché du travail aux États-Unis est particulièrement frappant : au mois d'août 2012, le taux de chômage américain atteint 8,1 %

de la population active alors que la croissance progresse à un rythme de l'ordre de 2 %. Ce taux de croissance n'a pas suffi, depuis deux ou trois ans, à faire reculer le chômage. Le taux de chômage structurel a augmenté, sans atteindre les niveaux européens, ce qui va peser sur l'élection présidentielle de novembre.

Concernant les décisions de la Réserve fédérale (la Fed), il est très rare qu'une banque centrale se lie de façon aussi ferme sur sa politique de taux d'intérêt à un horizon de trois ans, avec le risque pour Ben Bernanke d'être démenti par les faits. On peut y déceler une convergence entre les objectifs internes et externes de la politique économique américaine. Le taux directeur de la Fed devrait rester proche de zéro au moins jusqu'à 2015 selon Ben Bernanke, ce qui permet d'améliorer la situation de l'immobilier et contribue à la baisse du dollar. Plus Timothy Geithner, secrétaire d'État au Trésor, répète qu'il est favorable à un dollar fort, plus ce discours paraît suspect.

En matière de jeu non coopératif, le cadre de la réglementation financière dans lequel nous vivons aujourd'hui est le dispositif de Bâle II, mais les Américains appliquent ces normes de manière partielle, pour seulement 70 % de leur système bancaire. Alors que la crise bancaire est née aux États-Unis en 2007 et que les Américains ont poussé au durcissement de la réglementation bancaire, il n'est pas du tout certain qu'ils appliqueront Bâle III aussi strictement que le feront les Européens. Le débat sur la loyauté de la concurrence au niveau mondial va resurgir.

Enfin, le déficit du budget fédéral américain représente 9 % du PIB et la dette publique fédérale 100 % du PIB, deux résultats supérieurs à la moyenne européenne. La différence, c'est le dollar ! La soutenabilité de la dette ne s'envisage pas dans les mêmes termes selon que l'on finance les déficits dans sa propre devise, comme le font les Américains à 95 %, ou dans une devise autre. Les privilèges qui découlent du statut de monnaie de réserve qu'est le dollar rendent asymétrique le débat sur ce qui est soutenable ou ce qui ne l'est pas, de part et d'autre de l'Atlantique.

### Uri Dadush

Il ne faut pas surestimer l'importance que la politique américaine donne à la valeur du dollar, Christian de Boissieu va trop loin dans ce sens. Affirmer que la politique monétaire américaine est fortement influencée par le désir de voir un dollar plus faible n'est pas conforme à la réalité.

### Christian de Boissieu

J'ai simplement indiqué que les Américains se satisfont de cet état de fait.

### Uri Dadush

Le dollar faible n'est pas un objectif prioritaire. Les États-Unis exportent 12 % à 13 % de leur PIB. L'Europe est une économie beaucoup plus fermée au reste du monde. De plus, établir des comparaisons entre les niveaux d'endettement agrégés des États-Unis et de l'Europe s'entend uniquement sur le plan arithmétique. L'Europe n'est pas un pays, son problème n'est pas son niveau d'endettement agrégé, comparé à celui des États-Unis ou du Japon, mais le fait qu'elle est constituée d'États différents dont les taux d'endettement varient très fortement, et qui sont reliés par une monnaie commune. Les pays dont le niveau d'endettement est élevé ne disposent plus de la souplesse nécessaire en matière de politique monétaire ou commerciale pour réagir. Là est le véritable problème de l'Europe !

## Débat avec la salle

### Question

*Les évolutions climatiques ne vont-elles pas radicalement modifier les lieux de production et de consommation dans les années à venir ? Les entreprises et les dirigeants prennent-ils suffisamment en compte cette éventualité ?*

### Lionel Fontagné

Le changement climatique va surtout accroître les difficultés dans certaines régions du monde, qui connaîtront des épisodes de sécheresse ou des phénomènes climatiques extrêmes. Tout dépendra de l'ampleur de la variation de la température mondiale et des politiques que nous saurons ou non mettre en place. La grande inconnue est celle de l'adaptation de l'agriculture à ces variations. D'importants travaux scientifiques sont menés et l'on sait que la productivité agricole va évoluer de façon différente selon les zones, augmentant dans quelques régions privilégiées et se dégradant rapidement ailleurs. Si l'on intègre ces données dans les projections évoquées *supra*, l'aboutissement est à peu près neutre pour l'économie européenne ; il n'est pas très bon pour l'Afrique subsaharienne et mitigé entre le sud et le nord de l'Amérique. En tout état de cause, les difficultés seront avant tout liées aux événements climatiques extrêmes qui se situeront dans des pays en développement très peuplés.

## Question

*L'Afrique est-elle une des futures zones de croissance ?*

### Christian de Boissieu

L'Afrique constitue un marché potentiel très important. Ce n'est pas un hasard si les Chinois y investissent massivement. D'ici à 2050, la population africaine va passer de un à deux milliards d'individus, quand la population mondiale passera de six à neuf milliards. L'Afrique va donc représenter une part croissante de cette population mondiale. Durant la crise financière, l'Afrique subsaharienne a montré une certaine résilience, avec des taux de croissance restés autour de 5 % par an. Le continent africain deviendra de plus en plus attractif, même s'il doit faire face à d'importantes problématiques liées aux guerres locales, à la corruption, ou à la manière de rendre solvable sa demande. De nombreuses entreprises devraient davantage jouer la carte de ce continent, à l'image des banques marocaines qui se tournent de plus en plus vers le Sud. En tant que Français et Européen, il est difficile de leur donner tort.

### Uri Dadush

On peut néanmoins émettre certaines réserves quant au sort de l'Afrique et les doutes viennent principalement – comme pour une grande partie de l'Amérique latine – du rôle joué, depuis dix ans, par l'élévation du prix des matières premières dans l'accélération de la croissance. Parmi les sources de croissance de l'Afrique, on trouve essentiellement le secteur primaire et les services non commerciaux, phénomène similaire qui s'observe dans certains pays d'Amérique latine. Or le prix des matières premières ne va pas rester durablement élevé. Des phénomènes de réajustement de l'offre par l'investissement vont intervenir. En cas de baisse des prix des matières premières en termes réels, rien n'indique que l'Afrique pourra maintenir sa trajectoire récente.

## Question

*L'ennemi reste le chômage. Face à des cabinets américains comme Accenture, ou des entreprises telles qu'IBM, « spécialistes » de la délocalisation, quelle régulation peut-on mettre en place ?*

### Éric Le Boucher

Une question complémentaire... La crise des années 1930 a débouché sur le protectionnisme : allons-nous parvenir à l'éviter ?

### Uri Dadush

Les facteurs qui peuvent aujourd'hui nous préserver du protectionnisme sont très nombreux. Certes, il existe des pays en développement dans lesquels certaines règles de l'Organisation mondiale du commerce (OMC) ne s'appliquent pas avec la même rigueur que dans les pays avancés. En Argentine, au Brésil, en Russie, on constate certains mouvements de repli. Mais un retour généralisé du protectionnisme est bien peu probable, pour deux raisons. La première est liée aux règles légales qui existent tant au niveau global de l'OMC, que régional ou national. Il est extrêmement difficile de modifier les tarifs douaniers aux États-Unis ou en Europe. La deuxième raison réside dans la loi du marché. Le degré d'intégration atteint au niveau global est tel que de nombreux acteurs ont besoin d'un maintien de la liberté commerciale. C'est le cas des grandes multinationales qui délocalisent et possèdent des chaînes de production dans le monde entier, mais également des acteurs locaux, car lorsqu'on acquiert un produit provenant de Chine, du Brésil ou des États-Unis, une grande partie de la valeur ajoutée est locale.

### Lionel Fontagné

Compte tenu du fractionnement des chaînes de valeur dans la fabrication des biens et la production des services, les délocalisations ne concernent qu'une partie de cette chaîne de valeur. Il y a une contradiction entre le constat d'une amplification de ce phénomène et la crainte de voir un retour au protectionnisme. Les entreprises, qui ont fractionné les chaînes de valeur, ne laisseront pas le protectionnisme revenir.

### Éric Le Boucher

Tout récemment, Barak Obama a déposé une plainte devant l'OMC contre les subventions chinoises aux exportations de voitures. La Chine a fait de même concernant d'autres produits. Ne faut-il y voir que du « cinéma » politique ?

### Paul van den Noord

Il s'agit effectivement de « cinéma » politique lié à la proximité des élections.

### Lionel Fontagné

Les institutions multilatérales fonctionnent. Dans un certain nombre de cas, pour des raisons strictement politiques, il faut monter en épingle les sujets. La meilleure façon d'opérer consiste à confier les dossiers à des avocats qui mettent

des années à les traiter. Un exemple en est le conflit entre Boeing et Airbus, avec des subventions supposées dénoncées de part et d'autre par les Américains et les Européens. Il s'agit d'un véritable sujet mais dont on ne pourra jamais discuter directement. Transférer le dossier aux juristes, au niveau de l'OMC, est la meilleure façon de calmer les tensions. Ce système de résolution des conflits potentiels est une des fonctions les plus efficaces de l'OMC.

### Question

*Schumpeter soulignait le risque de l'inflation pour critiquer Keynes. Comment se placer dans une logique schumpetérienne sans pour autant s'inquiéter de l'inflation ?*

### Christian de Boissieu

Keynes et Schumpeter sont nés en 1893, année de la mort de Marx. Quand on évoque Schumpeter, tout le monde pense au processus de destruction créatrice. Je l'ai invoqué surtout car pour les Européens, l'enjeu actuel est leur capacité à relever les défis de l'innovation. Chez Schumpeter, l'innovation est la clé et le moteur du capitalisme.

L'inflation sur les biens et services ne va pas reprendre dans les pays les plus avancés au cours des cinq prochaines années. Or historiquement, c'est souvent l'inflation qui a permis de sortir de périodes de surendettement public ou privé. Il va donc falloir trouver d'autres façons de gérer le surendettement, public et privé, d'où les défis lancés aux finances publiques.

### Question

*Ne faut-il pas redonner une culture scientifique aux Français et aux Européens, ainsi qu'une culture industrielle ?*

### Paul van den Noord

Ce dont nous avons besoin, c'est avant tout d'une posture non seulement industrielle mais aussi beaucoup plus axée sur l'international afin que l'Europe soit plus intégrée qu'elle ne l'est aujourd'hui. Il existe en Europe un véritable potentiel d'économies d'échelle qui n'a pas encore été exploité.







## Deuxième table ronde

# Comment réindustrialiser l'Europe ?

### *Participants*

**Gildas Sorin**, directeur général, Novaled

**Reinhart W. Wettmann**, ancien directeur, Institut Prognos et Fondation Friedrich-Ebert

**Laurence Tubiana**, directrice, Institut du développement durable et des relations internationales (IDDRI)

**Patrick Artus**, directeur de la recherche et des études, Natixis

**Louis Gallois**, commissaire général à l'investissement

La table ronde est animée par **Nicolas Barré**, directeur délégué de la rédaction, *Les Échos*.

### Nicolas Barré

En Europe, et particulièrement en France, il est beaucoup question de la tendance à la désindustrialisation observée depuis des années, ainsi que de compétitivité. Pour ouvrir cette table ronde, Gildas Sorin, chef d'entreprise installé à Dresde, va nous indiquer si cette nécessité de réindustrialiser est aussi à l'ordre du jour en Allemagne. Il apportera son éclairage sur les barrières à la croissance et à l'internationalisation que rencontrent les PME.



**Gildas Sorin**

Directeur général de Novalled

### Pour les PME, quelles sont les barrières à la croissance et à l'internationalisation ?

#### Gildas Sorin

Ce thème n'est pas un réel sujet de préoccupation en Allemagne pour l'instant. L'industrie allemande crée des emplois – 100 000 entre juin 2011 et juin 2012 – et sa balance commerciale vis-à-vis de la Chine est positive. La difficulté est plutôt que ce pays a du mal à trouver les experts dont il a besoin.

#### **Novalled**

Novalled est une PME allemande de 136 personnes basée à Dresde, ville qui a su renaître de ses cendres après sa destruction en 1945. Nous sommes en position de *leader* mondial et livrons des matériaux de haute technologie, les OLED<sup>1</sup>, à des clients comme Samsung. Les OLED sont des matériaux déposés en couches très fines, à base de carbone, qui émettent de la lumière lorsqu'ils sont traversés par un courant. Ils sont utilisés pour les écrans des smartphones et des téléviseurs extratransparents, ou encore pour l'éclairage ou le photovoltaïque.

---

[1] *Organic Light-Emitting Diode.*

### ***Quelques réflexions...***

La notion d'industrialisation ne renvoie pas nécessairement à la ligne de production finale. Elle inclut en réalité toute la chaîne de valeur. Novaled ne fabrique pas ses matériaux mais les développe. La production est sous-traitée en Suisse.

L'industrialisation est-elle réellement créatrice d'emplois ? Aujourd'hui, une usine de fabrication de verre *float* mesure 400 mètres de long... et n'emploie que dix personnes.

La mondialisation n'est pas une nouveauté. De tout temps, des fabrications ont été déplacées dans des zones où les conditions de production étaient plus intéressantes. Philips a démarré en sous-traitant ses productions dans le sud de la Hollande, plus pauvre que le nord, où la main-d'œuvre était disponible et peu coûteuse. Ce phénomène n'a rien d'inédit. Le sujet n'est-il pas plutôt celui des frontières ?

Nous sommes d'ailleurs tous plus ou moins ambivalents à l'égard de la mondialisation. Il y a cent vingt millions de Français : soixante millions qui se battent pour leur emploi et leur salaire au cours de la journée, et soixante millions qui consomment le soir des produits à bas prix fabriqués en Chine. Cette schizophrénie est bien naturelle. Il y a vingt ans, à Dresde, il n'existait qu'un seul modèle de voiture et il fallait attendre dix ans pour l'obtenir. On parle beaucoup d'emplois dans l'automobile en France, mais n'oublions pas ces cent vingt millions de Français et leur ambiguïté.

S'agissant de la réindustrialisation, on commet souvent l'erreur de penser « production », alors qu'il faut penser « produit ». En effet, si les problèmes macro-économiques et financiers sont bien réels, l'industrialisation passe avant tout par la mise à disposition du bon produit, au bon moment et pour les bons clients.

### ***Quelles barrières à la croissance et à l'internationalisation ?***

Un industriel doit avant tout offrir un produit qui se différencie de celui de ses concurrents et qui réponde mieux aux attentes du client. Il doit privilégier l'innovation et l'imagination. Einstein considérait que l'imagination était plus importante que le savoir. Il faut donc, avant toute autre chose, réfléchir en termes de différenciation. L'Allemagne s'est d'ailleurs organisée pour pousser l'innovation grâce aux instituts de recherche rattachés à la Fraunhofer et aux liaisons entre universités et industrie.

Deuxièmement, quel que soit le lieu de fabrication, il ne faut jamais perdre de vue les besoins et goûts du client. Or, connaître les besoins du client suppose une présence locale.

Troisièmement, la qualité. L'entreprise doit viser la qualité globale comme objectif quotidien : qualité du produit, des process, du développement du personnel, de la politique sociale. Novald, soucieux de sa mission de formation, accueille en permanence six stagiaires rémunérés.

La mobilité est également un facteur important. Jeune ingénieur à Angers, j'ai acheté mon logement, que j'ai revendu six mois plus tard pour rejoindre l'Allemagne. Enfin, la pratique de l'anglais est incontournable. C'est la langue officielle de Novald, utilisée pour les contacts avec les décideurs politiques allemands ou dans le cadre des associations professionnelles allemandes. Il faut cesser d'opposer l'anglais au français. Parler plusieurs langues est indispensable.

### Nicolas Barré

Dans quelle mesure le *Mittelstand* allemand peut-il être un modèle pour l'Europe ? Le succès de l'industrie allemande ne s'explique-t-il pas en partie par le fait que celle-ci privilégie le producteur aux dépens du consommateur ?



**Reinhart W. Wettmann**

Ancien directeur de l'Institut Prognos  
et de la Fondation Friedrich-Ebert

## Le très envié *Mittelstand* allemand – un modèle pour l'Europe ?

### Reinhart W. Wettmann

Le *Mittelstand* est une notion propre à l'Allemagne, à son industrie, qui désigne une constellation d'entreprises, des PME, mais également des entreprises familiales, dont le chiffre d'affaires peut atteindre quelques millions d'euros. Ces entreprises composent l'un des

deux piliers de l'économie allemande qui est souvent associée à Volkswagen et Siemens, mais dont la compétitivité, l'innovation, la qualité du marché du travail et la part de l'industrie dans le PIB dépendent des PME. C'est un concept tant sociopolitique qu'économique et industriel, dont je ne vais aborder aujourd'hui qu'un seul aspect, la dimension manufacturière.

### ***Les origines du Mittelstand***

Pourquoi l'Allemagne possède-t-elle un *Mittelstand* aussi important et peut-on le reproduire dans des pays où les salaires sont plus élevés ?

Pour comprendre ce phénomène, il faut se pencher sur l'histoire politique du pays. L'Allemagne a toujours été beaucoup plus décentralisée que la France. Jusqu'en 1806, « les » Allemagne sont composées de trois cents principautés souveraines. La France est un royaume centralisé où existent des manufactures royales, protégées par les privilèges royaux. Les principautés allemandes sont dotées de milliers de petites entreprises, très bien réparties sur le territoire. Leur marché est localisé et les entreprises sont proches les unes des autres. Elles ont donc appris très tôt la concurrence et l'exportation mais ne sont cependant pas *leaders* technologiques, il y a deux siècles, comme le sont alors leurs homologues anglaises et françaises.

En 1806, Napoléon réorganise l'Allemagne. Plutôt que de la centraliser, il crée vingt-cinq États souverains, royaumes et grands-duchés qui vont bien souvent moderniser leur administration selon le modèle napoléonien. C'est dans cet environnement institutionnel, décentralisé mais aussi remanié, que de nombreuses PME allemandes entrent de plain-pied dans l'ère industrielle. Lorsque Bismarck fonde le Reich, la situation se complique pour les PME car la priorité est donnée à certaines grandes entreprises. Cette politique industrielle va durer jusqu'à la fin de la Deuxième Guerre mondiale. La théorie économique durant cette période estimait que les PME n'étaient pas une ressource très importante. Notamment Marx et Schumpeter les considéraient plutôt comme improductives.

À la fin de la guerre, les quatre puissances victorieuses décentralisent le système économique allemand. Un grand nombre de PME situées hors des principaux centres industriels n'avaient pas été détruites par les bombardements. Les gouvernements des États pouvaient donc compter sur elles pour la reconstruction des économies régionales. Il en a résulté une dépendance à l'égard des PME qui existe toujours aujourd'hui. Les *Länder* se font concurrence pour

offrir les meilleures infrastructures. Les petites entreprises n'ont pas besoin d'aller à Berlin pour exercer leurs activités de *lobbying*, elles peuvent le faire à Munich, Düsseldorf ou Dresde.

Cette décentralisation est également sociale et concerne les associations professionnelles, les organismes de recherche, les syndicats, les lobbyistes et point très important, le système bancaire. La proximité territoriale et la densité spatiale des entreprises permettent de développer un tissu de soutien et d'accompagnement à leur activité au niveau mondial.

### ***Les atouts du Mittelstand***

#### *La formation professionnelle*

Le système d'enseignement mis en place en 1880 donne aux ouvriers non qualifiés toutes les compétences nécessaires à la compétitivité des PME. Historiquement, les petites principautés n'ont jamais été en mesure d'instaurer un monopole de l'enseignement. Les PME ont toujours été au cœur du système d'apprentissage. Aujourd'hui, l'Allemagne dispose non pas d'écoles de gestion mais d'universités techniques qui combinent expérience pratique dans l'entreprise et études académiques. Ce système double ne peut fonctionner que dans des pays où il existe de très nombreuses PME réparties sur l'ensemble du territoire. L'apprentissage, académique ou non, dépend d'entreprises offrant des possibilités d'acquérir des qualifications pratiques.

#### *L'organisation industrielle fondée sur la coopération*

Il n'existe en Allemagne ni grandes écoles ni corps d'élite pour les ingénieurs. Les rapports entre ingénieurs et main-d'œuvre spécialisée ont toujours été de type coopératif, fondés sur la loyauté et la confiance, non sur la hiérarchie. On trouve ce même type de relations s'agissant de la gouvernance sociale des entreprises dont les origines remontent à la loi de 1884. Ce modèle de gouvernance coopérative donne de la stabilité aux PME, souvent de type familial, mais il est allié à une gestion tout à fait professionnelle. Les fondateurs des entreprises qui ont une logique familiale permettent de perpétuer le modèle allemand du *Mittelstand*. Les ambitions à l'échelle mondiale sont portées par une culture des affaires qui a un profond ancrage familial ou provincial.

### *La taille des marchés*

Autre point important, les PME interviennent sur des niches tellement étroites que la concurrence y est faible. Des études internationales ont permis d'identifier quelque deux mille champions cachés, *leaders* mondiaux (avec une part de marché supérieure à 50 %) dont mille cinq cents se situeraient dans les pays germanophones, avec des produits hautement spécialisés vendus dans le monde entier, dans des secteurs non sensibles au coût de la main-d'œuvre. Pour maintenir cet avantage comparatif, les PME se concentrent sur les produits technologiques mais aussi, récemment, sur les services connexes. Ces sociétés hybrides sont les mieux positionnées pour affronter la concurrence chinoise.

### *La relation entreprises-recherche*

Les politiques publiques s'efforcent de préserver et développer les liens entre les PME allemandes et les établissements de recherche, selon un modèle existant en Israël et en Corée du Sud.

### **Conclusion**

86 % des PME allemandes accordent une priorité absolue à la stabilité macroéconomique et à la consolidation budgétaire.

Les *Länder* d'Allemagne orientale témoignent combien il est difficile d'établir ou de reconstruire un *Mittelstand* industriel fort. Certes, d'autres régions en Europe ont fourni aussi des conditions très favorables aux PME comme le Nord de l'Italie. Mais après cinquante ans de restructuration des secteurs du charbon et de la sidérurgie de la Ruhr, après vingt ans de réunification, il a été impossible d'implanter en Allemagne de l'Est ou dans la Ruhr un nouveau réseau de PME qui soit comparable à celui du Bade-Wurtemberg ou de la Lombardie, en dépit des milliards d'euros investis dans de nouvelles infrastructures techniques et intellectuelles ainsi que des subventions octroyées aux PME.

Le modèle du *Mittelstand* est beaucoup trop lié à l'histoire propre à certaines régions de l'Allemagne pour que l'on puisse en tirer de réels enseignements ou, tout simplement, pour le transposer. En résumé, on peut probablement apprendre autant du *Mittelstand* en vigueur dans une partie de l'Allemagne que des échecs de la politique industrielle rencontrés dans d'autres parties du pays.

### Nicolas Barré

Autre point clé dans cette réflexion sur notre modèle de croissance : la crise conduit-elle à remettre à plus tard la transition écologique et ne nous fait-elle pas perdre de vue les enjeux climatiques et de transition énergétique ? Quel sentier probable – et souhaitable – se profile en matière de développement durable ?



**Laurence Tubiana**

Directrice de l'Institut  
du développement durable  
et des relations  
internationales (IDDRI)

### La crise diffère-t-elle la transition écologique ? Quel sentier probable – et souhaitable – en matière de développement durable ?

#### Laurence Tubiana

Dans son allocution d'ouverture à la Conférence environnementale<sup>1</sup>, le président de la République a rappelé que la transition énergétique peut être synonyme de politique industrielle car elle se caractérise par des investissements et des réformes de structure.

Il est vrai que ces temps-ci, les transitions énergétiques et environnementales sont un sujet qui a été mis de côté. La crise a débouché sur d'autres priorités plus urgentes et les préoccupations de court terme l'ont emporté sur celles de long terme. La réduction des déficits publics a remis en question l'attention portée aux investissements d'avenir. Un débat s'est engagé en 2008, et plus récemment au niveau mondial puis européen, pour déterminer si la transition énergétique et écologique peut s'inscrire dans une politique de relance, dans une démarche de sortie de crise. La plupart des macroéconomistes considèrent qu'il s'agit d'éléments de long terme, qu'il faut trouver des réponses de court terme, que ces investissements sont trop limités par rapport au choc de relance aujourd'hui nécessaire et qu'ils ne créent pas nécessairement beaucoup d'emplois.

[1] Paris, 14 et 15 septembre 2012.



Cette première Conférence environnementale a été l'occasion de démontrer qu'un tel jugement est erroné et que l'on peut parier sur la transition énergétique, en France et en Europe, dans le cadre des politiques de relance économique : à court terme, en raison de son effet multiplicateur sur la croissance et l'emploi, et à moyen terme, en raison du coût économique lié à la volatilité et à la hausse du prix des matières premières et aux impacts environnementaux. Des gains de productivité et des sources de croissance additionnelle sont possibles dans la révolution industrielle verte.

D'après l'OCDE, les investissements publics ont un effet multiplicateur supérieur aux autres types de politique de relance économique, que ce soit aux États-Unis ou en Europe.



### La relance par l'investissement : un effet multiplicateur plus important que les autres types de relance

Pays	Consommation des administrations		Investissement des administrations		Transferts aux ménages		Impôt sur le revenu		Impôt indirect	
	Année 1	Année 2	Année 1	Année 2	Année 1	Année 2	Année 1	Année 2	Année 1	Année 2
USA	0,7	0,8-1,1	0,9	1,1-1,3	0,5	0,8-0,9	0,3-0,5	0,5-0,9	0,2-0,3	0,3-0,5
ALL	0,4	0,5-0,8	0,8	1,0-1,2	0,3	0,5-0,7	0,2-0,3	0,3-0,7	0,1-0,2	0,2-0,4
FR	0,6	0,7-1,0	0,8	1,0-1,2	0,4	0,7-0,8	0,2-0,4	0,4-0,8	0,2	0,4
IT	0,6	0,7-1,0	0,8	1,0-1,2	0,4	0,7-0,8	0,2-0,4	0,4-0,8	0,2	0,2-0,4
ES	0,5	0,6-0,9	0,8	1,0-1,2	0,4	0,6-0,7	0,2-0,4	0,4-0,7	0,1-0,2	0,2-0,4

Source : OCDE (2009)

Le montant des investissements européens pour la transition énergétique d'ici 2050 est loin d'être négligeable. Ceux-ci représentent 2 % du PIB chaque année et permettent 55 milliards d'euros d'économie sur la facture énergétique. Les investissements dans l'efficacité énergétique, les énergies renouvelables ou les infrastructures de transport sont plus créateurs d'emplois que ceux réalisés dans le pétrole ou le gaz.

### Effet multiplicateur sur l'emploi des investissements dans la transition énergétique

	Contenu en emplois directs + indirects par million d'euros de dépenses
Efficacité énergétique	17
EnR* (éolien/photovoltaïque)	10-14
Infrastructures de transport	16
Pétrole	2,4
Gaz	3,6

(\*) Énergies renouvelables.

Source : INSEE et ADEME ; données pour la France, 2009

La Banque européenne d'investissement (BEI), organisme sur lequel le pacte de croissance, approuvé par le Conseil européen du 29 juin 2012, entend s'appuyer, a commencé à inclure dans ses priorités les investissements dans l'efficacité des ressources et les infrastructures stratégiques (réseaux électriques), cherchant un effet de levier important. Elle reste cependant assez loin de ce que proposait la feuille de route européenne pour 2050 en matière de transition énergétique.

### Priorités sectorielles annoncées par la BEI

Secteurs	Prêts en milliards d'euros de la BEI	Total des prêts en milliards d'euros
Innovation et compétences	10-15	Jusqu'à 40
Financement des PME	10-15	Jusqu'à 40
Efficacité des ressources	15-20	Jusqu'à 50
Infrastructures stratégiques	10-15	Jusqu'à 40

Source : BEI

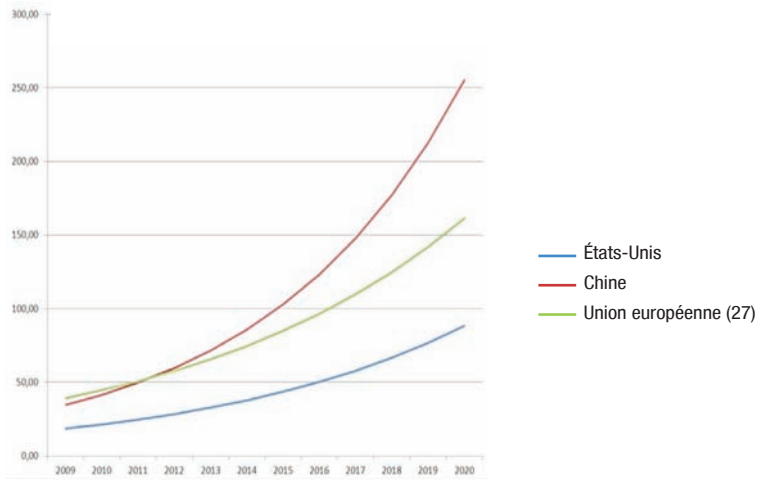
Compte tenu de l'attrition des financements publics, il va falloir être extrêmement imaginaire pour que les liquidités abondantes dont parlait Christian de Boissieu se dirigent vers la transition énergétique. De nombreux acteurs peuvent

Intervenir au niveau central comme au niveau local, au travers d'instruments financiers divers. Cette imagination financière peut permettre de combler l'écart entre des liquidités abondantes en Europe et des besoins d'investissement non couverts. Si les Européens ne le font pas, d'autres le feront à leur place. La course technologique est engagée.

Le taux de croissance de l'investissement chinois dans les énergies propres est remarquable. L'Europe risque d'être dépassée par la Chine. Si nous voulons bâtir une politique industrielle pour accompagner la transition énergétique, il faut tenir compte de la compétition mondiale. Si nous ne jouons pas cette partition, les Chinois, eux, la jouent. La situation comparée entre l'Europe et la Chine peut s'analyser de deux façons. On peut estimer qu'il est profitable que la Chine produise des panneaux photovoltaïques bon marché, subventionnant ainsi l'installation de ces panneaux en France. Mais on peut aussi considérer que c'est le tarif de rachat français qui subventionne la production chinoise. La réalité se situe entre les deux. En l'absence de politique industrielle, nous ne pourrions jamais tenir notre rang dans la course technologique ni réaliser la transition énergétique, sauf à creuser nos déficits.



### Évolution des investissements en technologies énergétiques propres (en milliards de dollars US 2009)



Source : IDDRI

Une politique industrielle seule ne suffit pas. Certains secteurs recèlent des gisements de productivité technologique. Mais toute stratégie de l'offre doit être soutenue par une politique d'infrastructures. Il ne saurait y avoir de déploiement de nouvelles énergies renouvelables sans réseau, ni de déploiement de véhicules électriques sans les infrastructures correspondantes. Il faut également des mesures visant à créer et faire croître la demande grâce à l'incitation, que les signaux économiques donnés par les gouvernements et les politiques d'infrastructure aillent de pair. À ces conditions, nous pourrions nous doter d'un outil de politique industrielle adapté à la transition énergétique et dépasser la contradiction qui oppose la crise à la préservation de l'environnement. L'IDDRI a mené d'importants travaux dans ces domaines<sup>1</sup>.

### Nicolas Barré

Pour compléter ces approches, nous allons donner la parole à Patrick Artus et Louis Gallois : comment et à quelles conditions peut-on réindustrialiser l'Europe et particulièrement la France ?



**Patrick Artus**

Directeur de la recherche  
et des études, Natixis

## Quelles solutions pour réindustrialiser l'Europe ?

### Patrick Artus

La question de la compétitivité, pourtant au cœur des problématiques de réindustrialisation, est trop souvent abordée de façon superficielle. Récemment, l'attention s'est portée sur le niveau du coût du travail qui, dans l'industrie française, est très légèrement supérieur à celui de l'industrie allemande et largement supérieur à celui du Royaume-Uni ou de l'Espagne.

---

[1] Disponibles sur [www.iddri.org](http://www.iddri.org).

## Coût horaire du travail y compris charges sociales

Ensemble de l'économie, en euros

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Royaume-Uni	19,2	20,8	23,7	24,5	25,2	23,6	24,7	21,8	22,9	23,5	21,1	18,9	20,0	20,1
Allemagne	23,6	24,0	25,0	25,6	26,2	26,8	26,9	27,1	27,6	27,8	28,4	29,0	29,1	30,1
France	22,9	23,6	24,8	26,0	27,0	27,7	28,5	29,1	30,1	31,1	31,8	32,1	33,1	34,2
Italie	18,3	18,7	19,0	19,3	20,0	20,6	21,4	-	-	-	24,5	25,6	26,1	26,8
Espagne	14,1	14,2	14,2	13,1	13,6	14,2	14,8	15,2	15,8	16,4	18,9	20,0	20,2	20,6

Sources : Eurostat, Natixis

## Salaire horaire dans l'industrie y compris charges sociales

En euros

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Royaume-Uni	19,2	20,7	23,3	24,0	24,9	23,3	24,7	22,8	23,5	24,0	-	19,1	19,5	19,8
Allemagne	25,7	26,3	27,6	28,5	29,2	29,8	30,0	30,1	31,3	31,7	32,5	33,0	33,1	34,2
France	23,2	23,9	25,0	26,2	27,2	28,0	29,0	30,0	31,0	32,0	32,9	32,9	34,2	35,3
Italie	17,5	18,1	18,3	18,7	19,4	19,8	20,6	22,2	22,6	23,1	23,9	24,6	25,2	25,8
Espagne	14,9	15,1	15,1	14,2	14,9	15,6	16,3	16,9	17,6	18,2	18,9	21,5	21,7	22,3

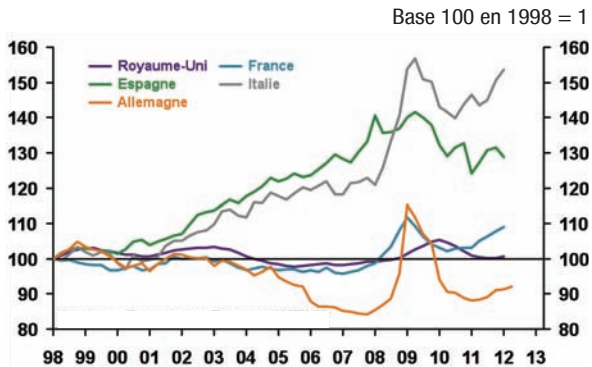
Source : Eurostat, BLS, Natixis

## QUEL MODÈLE DE CROISSANCE POUR L'EUROPE ?

Il faut être prudent dans l'analyse car le coût du travail en France, dans l'ensemble de l'économie, a augmenté beaucoup plus qu'en Allemagne.

En ce qui concerne le coût salarial unitaire dans l'industrie, la vision est assez différente, car la France se situe à proximité de l'Allemagne mais très en dessous de l'Espagne et de l'Italie.

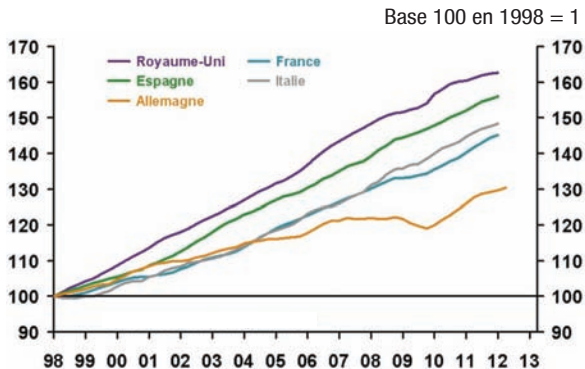
### Coût salarial unitaire dans le secteur manufacturier



Source : Datastream, Eurostat, Natixis

En Allemagne, ce sont surtout les salaires dans les emplois de service qui ont été tirés vers le bas suite à l'accroissement de la flexibilité du marché du travail, et non ceux de l'industrie.

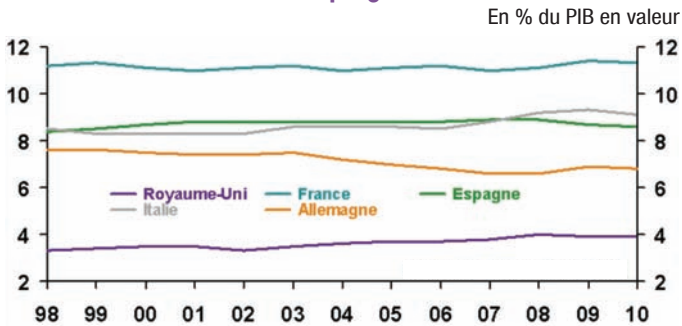
### Salaires nominaux par tête dans le secteur manufacturier



Source : Datastream, Natixis

Notre handicap de coût au niveau de l'industrie est donc limité. Toutefois, l'industrie utilise des services, et des services à coût faible sont un avantage pour l'industrie allemande. Enfin, le niveau des charges sociales des entreprises en France est très élevé par rapport au Royaume-Uni et à l'Allemagne.

### 📉 Cotisations sociales des employeurs

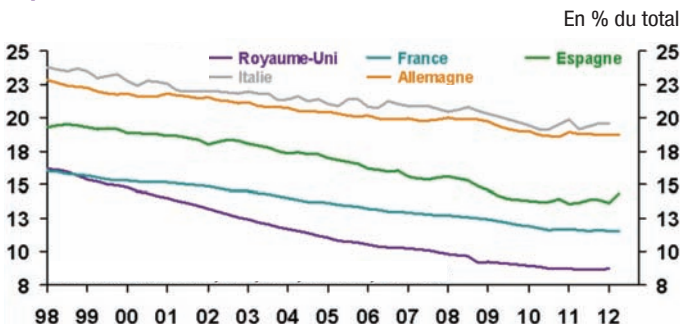


Source : Datastream, Natixis

Le coût du travail dans l'industrie est donc à peu près le même en France et en Allemagne, mais la composition est différente, avec une part plus élevée des salaires et moins de charges en Allemagne, et une part moins élevée des salaires et plus de charges en France.

On mesure mal vu de l'extérieur, notamment vu de l'Asie, à quel point la France est un pays désindustrialisé – et c'est heureux. Le poids de l'emploi industriel dans l'emploi total en France est inférieur à ce qu'il est en Espagne ou en Italie, et n'est supérieur qu'à celui du Royaume-Uni et de la Grèce.

### 📉 Emploi dans le secteur manufacturier

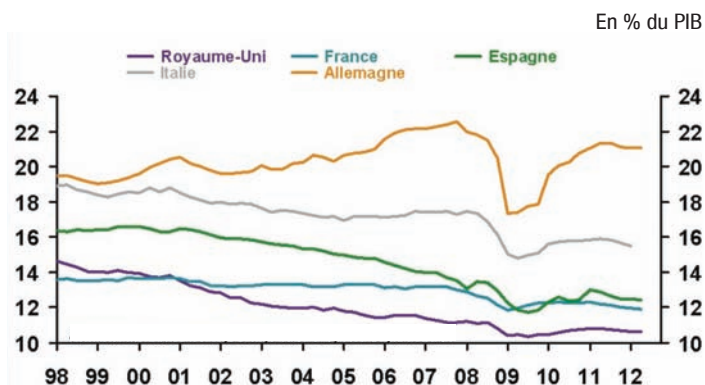


Source : Datastream, Natixis

## QUEL MODÈLE DE CROISSANCE POUR L'EUROPE ?

La part de la valeur ajoutée industrielle dans le PIB est en France inférieure à celle de l'Espagne, très éloignée de celle de l'Allemagne ou de l'Italie. Nous sommes un pays très désindustrialisé, ce que traduit également la perte de 32 % de parts de marché à l'exportation par la France, depuis 1998. En volume, nos exportations sont très légèrement supérieures à celles de l'Italie, qui exporte peu en volume et beaucoup en valeur, en raison de la montée en gamme de son industrie.

### ▼ Valeur ajoutée manufacturière



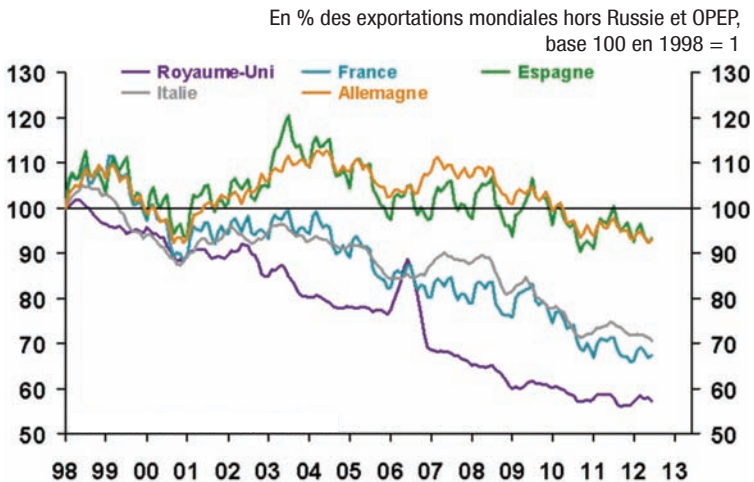
Source : Datastream, BEA, Eurostat, OCDE, Natixis

Pour comprendre ces phénomènes, il faut admettre que l'important n'est pas le coût du travail mais la combinaison coût du travail/niveau de gamme de la production. Or ce dernier dépend de la qualité, de la sophistication ou de la différenciation des produits. Le niveau de gamme se révèle par l'élasticité-prix des exportations ; elle est de 0,9 en France, ce qui signifie que lorsque le prix des exportations augmente de 1 %, nous perdons 0,9 % d'exportation en volume. Plus elle est élevée, plus le niveau de différenciation du produit est faible. La France et l'Espagne vendent des produits peu différenciés, bas de gamme, l'Allemagne et l'Italie des produits plus hauts en gamme et le Royaume-Uni des produits très haut de gamme. Cette photographie est très inquiétante, d'autant que ce niveau de gamme a continuellement baissé par rapport à celui de l'Allemagne depuis les années 1990. Ce mouvement correspond à un progrès technique négatif : tous les ans, nous produisons moins avec le même capital et le même niveau d'emploi. De plus, après avoir perdu nos positions sur le haut de gamme, nous allons perdre celles sur le bas de gamme au profit de



pays comme l'Espagne, qui mènent des politiques d'amélioration rapide de leur productivité. Le redressement du commerce extérieur espagnol s'effectue par des gains de parts de marché au détriment de la France dans les biens intermédiaires.

### Exportations en valeur



Source : Datastream, Natixis

L'industrie française se trouve prise dans un piège affreux. Les coûts unitaires augmentent mais de façon contenue. En revanche, les prix de la valeur ajoutée industrielle baissent de 10 % depuis la création de l'euro, alors qu'ils ont augmenté de 12 % en Allemagne. L'industrie française voit ses marges fondre parce qu'elle doit réduire ses prix en raison de la baisse en gamme des produits. Que faire face à une telle situation ?

L'industrie française n'a pas les moyens de remonter en gamme puisque ses marges bénéficiaires ont disparu et elle n'est pas incitée à investir pour ce faire. Il lui faut donc soit augmenter les prix, soit diminuer les coûts. Augmenter les prix suppose une montée en gamme qui ne se conçoit qu'à très long terme, une fermeture des frontières pour se protéger des pays émergents, et la disparition de toutes les autorités de la concurrence. La seule solution envisageable consiste donc à réduire le prix des consommations intermédiaires, ce qui passe par exemple par l'exploitation du gaz de schiste. Si l'écart de prix entre les gaz de schiste américains et européens persiste,

il correspond à un avantage de coût pour l'industrie américaine de 125 milliards de dollars dès 2012, soit 15 % de la masse salariale de l'industrie. Ce handicap de compétitivité est considérable pour les industries les plus consommatrices de produits chimiques.

L'autre possibilité consiste à réduire les coûts. Mais, en France, l'absence totale de variation des salaires en fonction du niveau du chômage handicape le pays. Le taux de chômage n'influe pas sur les salaires en raison de l'existence du salaire minimum qui est élevé et qui rend non cyclique l'évolution de la grande majorité des salaires. Les salaires en France ne cessent pas d'augmenter en période de hausse du chômage, à la différence de ce qui se passe en Allemagne, en Italie, aux États-Unis, etc. Si l'on ne peut jouer sur les salaires, il faut envisager une modération des charges sociales des entreprises, remplacées par d'autres impôts (TVA, CSG, taxe carbone).

En l'absence de décision, nous nous dirigeons vers un désastre absolu. L'écrasement de la marge bénéficiaire de l'industrie ne pourra que conduire à son attrition.

### Nicolas Barré

Que pouvons-nous attendre d'une politique misant sur l'innovation, outil de la réindustrialisation ? Comment inverser la tendance et éviter ce désastre absolu annoncé par Patrick Artus ?



**Louis Gallois**

Commissaire général  
à l'investissement

## Quel rôle attendre d'une politique de l'innovation dans la réindustrialisation ?

### Louis Gallois

Dans le cadre de la réflexion actuellement menée à la demande du gouvernement sur la compétitivité, il a été particulièrement intéressant d'écouter le discours des trois intervenants précédents, et notamment les propos sur le *Mittelstand*. En France, nous avons mené

de nombreuses études sur le *Mittelstand* mais elles n'ont pas toujours le recul historique de l'exposé de Reinhart Wettmann qui montre que ce modèle n'est pas aisément reproductible. Nous devons par conséquent regarder ailleurs pour trouver comment accroître la taille de nos PME. Les obstacles sont nombreux et il n'existe pas de solution unique. La France possède toutefois un atout : l'existence de nombreux entrepreneurs. Il faut les aider à croître, ce qui constitue un travail de longue haleine.

### ***Pourquoi réindustrialiser ?***

La question fait débat mais la crise a apporté une démonstration claire. Les pays qui ont le mieux résisté sont ceux qui possèdent une industrie forte. L'industrie est garante de la balance commerciale. On ne peut importer qu'à hauteur de ce que l'on exporte. L'industrie est également plus génératrice d'emploi que les autres activités. Elle porte le progrès technique. La crise mondiale a démontré que l'industrie était également une protection nationale contre les crises.

### ***Vers une politique de réindustrialisation de l'Europe***

L'Europe est divisée entre les pays qui tirent leur épingle du jeu de la mondialisation et ceux qui sont en train de lâcher prise. L'euro, au cours des dix dernières années, a eu pour effet de faire diverger ces deux blocs. Les pays qui n'étaient pas exposés à une compétition par les prix ont pu bénéficier de l'euro pour importer moins cher. Les pays exposés à cette compétition se sont retrouvés asphyxiés par la montée de l'euro jusqu'à la baisse de ce début d'année 2012. L'euro est depuis reparti à la hausse. La difficulté de l'Europe est que cette divergence entre les pays interdit tout consensus sur la définition d'une politique industrielle européenne. Si l'Europe a désormais admis la nécessité d'avoir une politique industrielle, elle a beaucoup de mal à la définir.

Pour les Allemands, un pays qui dégage cent cinquante milliards d'euros d'excédents ne peut pas se plaindre de sa monnaie. Dans le même temps, une partie de l'Europe souffre.

Laurence Tubiana évoquait la transition énergétique. Plus généralement, la politique environnementale doit être menée de telle sorte qu'elle soit porteuse pour l'industrie et non pas destructrice, en imposant par exemple des normes aux entreprises européennes qui ne seraient pas respectées aussi par les concurrents. Les chromates sont des produits cancérigènes qui servent à fixer la peinture sur les avions. Il est normal de les interdire dans le cadre

## QUEL MODÈLE DE CROISSANCE POUR L'EUROPE ?

du programme REACH<sup>1</sup>. Le problème est qu'ils sont autorisés aux États-Unis. J'ai demandé à l'Union européenne d'engager un débat avec les Américains sur les chromates, car leur interdiction en Europe coûtait à Airbus 80 millions d'euros par an. Je n'ai jamais entrevu la moindre démarche de l'UE vis-à-vis des États-Unis pour imposer l'interdiction de leur utilisation. Or il s'agit bien de politique industrielle. L'Europe doit porter des revendications vis-à-vis d'autres concurrents se trouvant dans une situation similaire à la nôtre et qui n'appliquent pas les mêmes règles de sécurité environnementale. C'est finalement Boeing qui, de lui-même, a décidé de ne plus utiliser les chromates, sous la pression de l'opinion publique.

La politique industrielle renvoie à celle menée en matière de commerce extérieur, à l'application des normes sociales, environnementales, européennes ou internationalement reconnues, aux produits que nous importons, aux politiques de marché public. Personne ne connaît le coût du capital en Chine. Pascal Lamy, directeur général de l'OMC, ne cesse de répéter qu'il s'agit de l'un des principaux avantages de l'économie chinoise. Si le capital n'est pas cher, il s'agit là d'un atout considérable. Or il semble être gratuit pour certaines entreprises chinoises.

La politique industrielle renvoie aussi à la politique de la concurrence. En la matière, il faut sortir d'une vision purement juridique pour instiller des éléments économiques.

Nous devons aussi développer une vision européenne commune. Ainsi, Airbus intéresse cinq pays européens en tout et pour tout, et aucun autre. Il est donc impossible d'aboutir à un consensus sur une politique aéronautique européenne. Or un tel consensus existe aux États-Unis.

### ***Le rôle clé de l'innovation***

L'innovation sera l'élément clé à l'avenir. Les industries qui résistent sont celles qui ont su créer des éléments de différenciation. C'est la seule issue pour l'industrie européenne. Pour cela, il faut de l'argent et donc des marges. Ces éléments de différenciation sont de quatre ordres : l'innovation, dans les techniques de production et les produits ; la qualité ; le service accompagnant le produit ; la marque, du produit ou du pays. Nous devons réfléchir aux moyens de promouvoir ces éléments de différenciation dans nos pays.

---

[1] REACH : *Registration, Evaluation, Authorisation and restriction of Chemicals.*

## Débat avec la salle

### Question

*Les « ein euro jobs » – ces petits boulots payés un euro de l'heure – sont-ils une fatalité ?*

### Reinhart W. Wetmann

Les réformes de Gerhard Schröder ont permis d'améliorer la productivité mais elles ont eu un fort impact négatif sur la distribution de la richesse à travers le système salarial. L'Allemagne dispose toutefois des ressources lui permettant aujourd'hui de s'attaquer à ce problème.

### Patrick Artus

En France, on a considéré que l'urgence était l'emploi peu qualifié. On a donc réduit le coût du travail peu qualifié par les allègements de charges, qui ne profitent qu'aux services et non à l'industrie. Ces allègements de charge ont été financés *de facto* par l'industrie, sur laquelle on a accru la pression fiscale.

En Allemagne, on a traité le chômage des peu qualifiés de façon radicalement différente, en déréglementant totalement le marché du travail pour les emplois peu qualifiés (*ein euro jobs*, obligation de retour à l'emploi rapide), ce qui a plutôt subventionné l'industrie qui a recours à des sous-traitants dans le secteur des services.

### Question

*Pourquoi avoir implanté l'entreprise Novald en Allemagne ?*

### Gildas Sorin

Cette décision n'a aucun rapport avec les « *ein euro jobs* ». Nous sommes une « *spin off* » de l'université de Dresde. L'une des forces de l'Allemagne est l'excellente relation entre les universités et les entreprises, grâce à un élément qui n'existe pas en France, la Fraunhofer. Cet organisme regroupe soixante-dix instituts qui font le lien entre la recherche fondamentale et l'application. L'objectif de l'innovation reste d'aboutir à des produits et, de ce point de vue, la liaison entre université et industrie est essentielle.

Quant aux « *ein euro jobs* », l'activité de Novald requiert des spécialistes que l'on ne parvient pas à trouver en Allemagne et qui sont par conséquent recrutés au niveau mondial. Notre entreprise rassemble huit nationalités. Enfin, à titre

## QUEL MODÈLE DE CROISSANCE POUR L'EUROPE ?

d'information, les charges sociales représentent 22 % de nos charges, contre 46 % en France. Il est vrai que par ailleurs, chez Novaléd, il n'existe pas de retraite complémentaire.

### Question

*À Dresde, située dans une zone d'exonérations fiscales, vous pouviez bénéficier de trente millions d'euros d'aides publiques pour un investissement de cent millions d'euros, au lieu de quinze millions d'euros en France. Est-ce la raison de votre implantation en Allemagne ?*

### Gildas Sorin

Non, puisque nous sommes une *spin off* de l'université de Dresde. Nous ne sommes pas restés à Dresde pour les avantages financiers, même s'ils nous ont aidés. Ce qui nous importe avant tout, c'est le réseau industriel et universitaire auquel cet emplacement donne accès, de même que la connexion avec les responsables politiques locaux. Je rencontre le maire de Dresde régulièrement, ainsi que le ministre-président de Saxe. La Saxe se gère, au niveau politique, comme une entreprise et travaille en parfaite collaboration avec les PME et les grandes entreprises pour pousser l'économie locale. Les avantages financiers européens vont en outre prendre fin en 2013.

### Question

*Comment l'Europe peut-elle parvenir à une politique énergétique commune ?*

### Laurence Tubiana

Les trois grands pays européens, Allemagne, France et Royaume-Uni, mènent des politiques énergétiques non convergentes, sur la base de paris et de choix de *mix* énergétiques différents. Pourtant, l'Europe est de plus en plus interconnectée, notamment dans le secteur électrique. Définir un *mix* énergétique cohérent et compatible est un enjeu central qui renvoie à la question de l'infrastructure européenne et du réseau électrique. Il faut également faire converger les anticipations, notamment des nouveaux adhérents, vers une économie décarbonée pour laquelle l'Europe s'est engagée. Si l'on parvient à partager une vision de l'innovation technologique, des modes de production et de consommation qui tende vers cette Europe décarbonée, un fantastique marché s'ouvrira et constituera le premier pas vers une politique énergétique commune, autour du système électrique.

Assurer la transition énergétique donnerait naissance à un espace économique entièrement nouveau qu'occuperaient à la fois les entrepreneurs de PME et les collectivités locales. Des solutions décentralisées se combineraient avec le système centralisé qui nous est familier en France. Une nouvelle forme de décentralisation verrait le jour à ce niveau, si la loi le permet.

Les PME, en France, ont un véritable rôle à jouer en matière de transition énergétique.

### Question

*Quelles barrières protectionnistes raisonnables peut-on envisager aux frontières de l'Europe ?*

### Patrick Artus

Il faut bien comprendre la nature de la mondialisation. Nous ne sommes pas attaqués par des entreprises chinoises qui envahissent nos marchés. Les processus de production ont été segmentés entre un grand nombre de pays. Nos importations concernent des composants dont la production a été délocalisée par les entreprises pour fabriquer leurs propres produits. Nous ne pouvons pas nous protéger contre ce phénomène, car augmenter les prix de ces composants revient simplement à augmenter le prix de nos produits. La recherche d'une symétrie dans l'ouverture des marchés publics paraît être une option beaucoup plus pertinente. Se protéger contre la mondialisation liée à la segmentation de la chaîne de valeur serait totalement contre-productif.

### Laurence Tubiana

La nécessité soulignée par Louis Gallois d'engager la discussion sur le respect de normes environnementales est incontestable. Dans une économie aussi intégrée, où l'on ne peut pas relever les barrières douanières sans léser les intérêts d'un grand nombre d'acteurs, le débat sur la contribution carbone aux frontières prend tout son sens. Le président de la République s'y est déclaré favorable au niveau de l'Europe, mais un grand nombre d'entreprises européennes vont s'y opposer. La discussion implicite que nous avons eue à ce propos a révélé que les Chinois ont réfléchi rapidement à la façon dont ils pourraient taxer le carbone en interne, dans l'espoir de récupérer le produit de la fiscalité plutôt que d'acquitter des taxes en Europe. Il y a certainement matière à discuter âprement au niveau international pour que les normes environnementales évoluent de façon favorable. L'intégration du prix du carbone en Chine commence à se matérialiser. Toute l'industrie européenne ne serait

## QUEL MODÈLE DE CROISSANCE POUR L'EUROPE ?

pas menacée par des prix du carbone plus élevés. Il convient de discuter de ces sujets et des instruments à mettre en place au cas par cas, afin d'aboutir à des effets réellement dissuasifs. Les panels de l'OMC permettent aussi d'alimenter le débat sur la convergence des normes environnementales, notamment la question des subventions renouvelables et du capital gratuit en Chine destiné au financement des investissements dans ce secteur.

### Louis Gallois

Nos marges de manœuvre sont limitées. La plupart des produits que nous importons sont en fait des éléments de produits que nous consommons ou que nous exportons. De plus, l'appareil industriel français n'est plus capable de répondre à une grande partie de la demande, si bien qu'une attitude protectionniste pourrait altérer le niveau de vie des Français. Enfin, nous exportons trois cent quarante milliards d'euros par an de produits industriels et il faudrait s'attendre à des mesures de rétorsion en cas de politique protectionniste agressive.

Toutefois, si l'on ne fait rien, l'opinion publique, dans un certain nombre de pays, risque de devenir ouvertement protectionniste. Le principe de réciprocité entre le traitement que nous imposons aux importateurs et celui que nous imposent les pays dans lesquels nous exportons doit être mis en avant, sans quoi nous subissons une pression extrêmement forte pour mettre en œuvre des dispositions protectionnistes. Je plaide pour le développement d'une politique commerciale au niveau européen s'appuyant sur un principe de réciprocité trouvant sa concrétisation sur un certain nombre de sujets, notamment les marchés publics, les normes de sécurité, le respect des grandes conventions internationales (OIT, OMS...)<sup>1</sup> et la protection de la propriété intellectuelle.

### Reinhard W. Wettmann

L'industrie est une protection contre la crise économique mais aussi politique. L'Allemagne, dont le secteur industriel est très fort, est le seul pays de l'UE où il n'existe pas de parti d'extrême droite. Le secteur tertiaire a des valeurs tout à fait différentes de celles du secteur industriel.

En Allemagne, on ne parle pas d'une transition mais d'un tournant énergétique concrétisé par un programme qui s'étalera sur dix à quarante ans, durée requise pour la sortie du nucléaire et du fossile, et par des centaines de milliards

---

[1] OIT : Organisation internationale du travail ; OMS : Organisation mondiale de la santé.



d'investissements. La production d'énergie éolienne et solaire implique une forte décentralisation, et la mise en place du *smartgrid* représente des marchés considérables pour les PME. Les Français étant les meilleurs électriciens, une coopération entre la France et l'Allemagne à l'occasion de ce tournant énergétique pourrait être très bénéfique et utile pour la France comme pour le reste de l'Europe.

### Question

*Comment remettre la formation professionnelle sur les rails comme en Allemagne et recréer le réseau des centres de formation technique qui existait en France il y a trente ans et qui a aujourd'hui disparu ?*

### Gildas Sorin

L'apprentissage par alternance se développe fortement en France, ce qui est très prometteur. En Allemagne, les doctorants n'effectuent pas le moindre stage industriel au long de leur cursus. La perfection n'est pas toujours du même côté du Rhin. Le point fort de l'Allemagne réside dans la liaison entre université et industrie à travers la Fraunhofer.

### Louis Gallois

La France est en train d'évoluer sur ce point. Les universités accomplissent une révolution culturelle et s'ouvrent davantage à l'industrie, de même que les grands organismes de recherche publique comme le CEA, l'INSERM, l'INRA ou le CNRS<sup>1</sup>. Nous imitons les Fraunhofer avec les instituts Carnot, structures décentralisées qui dressent des passerelles entre recherche et application industrielle, les Instituts de recherche technologique, qui ont la particularité d'être constitués à parité entre industrie et centres de recherche publique et d'être présidés par des industriels. Nous sommes bel et bien engagés dans un processus qui va dans la bonne direction. Le Commissariat général à l'investissement finance cette évolution. Il en va de même sur le plan territorial avec les pôles de compétitivité, au nombre de soixante et onze en France. Ces pôles, parfois jugés trop nombreux et dont le mode de fonctionnement peut certainement être amélioré, sont plébiscités par les industriels qui se félicitent de pouvoir se rencontrer et discuter avec les organismes de recherche.

---

[1] CEA : Commissariat à l'énergie atomique et aux énergies alternatives ; INSERM : Institut national de la santé et de la recherche médicale ; INRA : Institut national de la recherche agronomique ; CNRS : Centre national de la recherche scientifique.

## QUEL MODÈLE DE CROISSANCE POUR L'EUROPE ?

### Question

*Quel mode de management faut-il privilégier pour accompagner les politiques de croissance, notamment en termes de politique sociale ?*

### Gildas Sorin

De mon point de vue, il faut souligner le consensus qui existe en Allemagne entre employés et employeurs, ainsi que le respect mutuel érigé comme principe de base des relations sociales. À Novaled, j'ai le souci permanent d'impliquer les salariés, de contribuer à leur développement. Lorsque j'embauche un salarié, je m'engage à tout faire pour qu'il puisse quitter l'entreprise après avoir amélioré son *curriculum vitae*. La mission de l'entreprise est aussi de développer l'individu.

### Question

*Cette culture n'existe pas en France ?*

### Gildas Sorin

Loin de moi l'idée de généraliser, j'ai quitté la France depuis bien trop longtemps.

### Patrick Artus

Nous avons en France des pratiques du marché du travail totalement différentes de celles des autres pays. Négocier au niveau de la branche, et non de l'établissement comme on le fait en France, me paraît plus efficace car on peut prendre en compte les contraintes macroéconomiques et industrielles. Il n'est pas étonnant qu'en France, la situation macroéconomique soit sans incidence sur les salaires. Au niveau très fin où la négociation intervient, on n'intègre pas d'objectifs macroéconomiques. La seconde différence majeure concerne les variables sur lesquelles on discute. En France, c'est pratiquement sur les seuls salaires que l'on négocie, même si l'on constate un début d'évolution à ce sujet. En Allemagne, en Suède, dans l'Europe du Nord, on négocie tant sur la durée du travail et sur l'emploi que sur le salaire.

### Louis Gallois

Les propos de Gildas Sorin sont importants. Développer l'employabilité des salariés, faire en sorte qu'ils puissent être mobiles au sein de l'entreprise ou à l'extérieur si elle ne peut plus satisfaire leurs aspirations, est absolument capital. Notre appareil de formation continue n'est pas suffisamment orienté vers l'employabilité des agents.

Après avoir dirigé plusieurs grandes entreprises, je pense que celles-ci se heurtent à un vrai problème d'innovation. Les processus sont tellement cadrés, réguliers, l'appréciation des cadres tellement organisée, que tout ceci laisse peu de place à l'esprit d'entreprise et à l'innovation. Toutes les grandes entreprises, qui ne sont pas Google, se demandent comment redonner aux cadres le sens de l'innovation, de la prise de risque et de l'entrepreneuriat. La seule solution est la décentralisation au sein des entreprises qui sont souvent beaucoup trop centralisées, cette centralisation étant voulue par les actionnaires au nom du contrôle des risques. Il faut résister à cette tendance pour que s'épanouisse la capacité d'innovation et de prise de risques.





## Troisième table ronde

# Quelle gouvernance, pour quelle croissance en Europe ?

### *Participants*

**Jean-Paul Betbèze**, chef économiste et directeur des études économiques, Crédit agricole

**Natacha Valla**, directeur exécutif, Goldman Sachs Paris

**Ansgar Belke**, directeur, Institut des affaires et études économiques, université de Duisbourg-Essen

**Claire Waysand**, directrice générale adjointe du Trésor, chef économiste au ministère de l'Économie et des Finances

**Mathilde Lemoine**, directeur des études économiques et de la stratégie marchés, HSBC France

**Agnès Bénassy-Quéré**, directrice, Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII),

La table ronde est animée par **Jean-Marc Vittori**, éditorialiste, *Les Échos*.

### Jean-Marc Vittori

Dans le cadre de la réflexion conduite aujourd'hui sur le modèle de croissance européen, il est indispensable d'aborder à présent la question de la gouvernance, qui est au cœur de la crise ou, du moins, de son versant européen. Dès les années 1990, les économistes avaient annoncé qu'une union européenne qui serait uniquement monétaire poserait problème en cas de choc asymétrique.

Si l'on observe le chemin parcouru depuis cinq ans en matière de gouvernance, les avancées paraissent colossales : nous sommes sur la voie d'une union bancaire et nous avons développé des mécanismes de coordination. Pourtant, les progrès restant à accomplir sont immenses.

Nous allons par conséquent examiner les conditions nécessaires à l'avènement d'une nouvelle gouvernance.



**Jean-Paul Betbèze**

Chef économiste et directeur  
des études économiques,  
Crédit agricole

### Crise de la dette souveraine et crise bancaire, canaux de transmission et principales réponses

#### Jean-Paul Betbèze

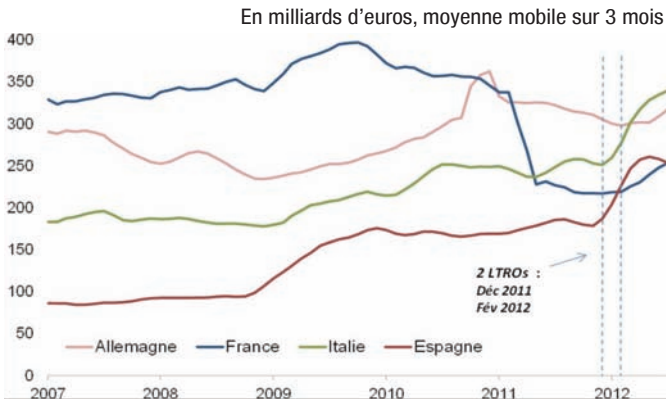
Si les progrès accomplis sont extraordinaires, c'est parce que le moment l'est aussi. Cette crise nous permet de progresser, au point que nous risquons de regretter de la voir s'achever. Mais il nous reste du temps avant d'en être là.

Nous faisons face à une crise des États et des banques. En Espagne, la déroute de l'immobilier s'est transformée en une crise bancaire, puis étatique. Dans d'autres cas, c'est la crise économique qui a débouché sur celle de la dette publique, puis du secteur bancaire. Aujourd'hui, nous subissons une crise macroéconomique, une crise de la dette publique, du secteur bancaire et de la

dette souveraine. Comment venir à bout de toutes ces facettes, qui paraissent indissociables ?

Plus le temps passe, plus les banques européennes (Allemagne, France, Espagne, Italie) ont dans leur bilan des titres de dette souveraine, notamment ceux émis par leur propre pays. Les liens entre banques et États sont donc de plus en plus forts.

### Exposition des institutions financières monétaires au souverain de la zone euro



Source : BCE, Crédit agricole S.A.

Les deux *Long Term Refinancing Operations* (LTRO)<sup>1</sup> sont venues à la rescousse des banques. Quand Mario Draghi, le président de la Banque centrale européenne (BCE), est intervenu fin décembre 2011 et en février 2012 pour leur apporter mille milliards d'euros, il l'a fait avant tout en faveur des banques italiennes et espagnoles, sur le point d'exploser. Les banques italiennes en ont profité pour acheter des titres de dette publique italienne et les banques espagnoles ont fait de même avec les titres émis par l'État espagnol. Sur mille milliards d'euros, deux cent cinquante milliards ont servi à acquérir de la dette italienne et autant à acheter de la dette espagnole. Plus la BCE aide à résoudre le problème, plus elle le fabrique, car le lien entre crise bancaire, crise macro-économique et crise de la dette publique se renforce. Les marchés financiers ont bien perçu que la sensibilité bancaire se mesure aujourd'hui à celle des États. Mais comment faire autrement ?

[1] Prêts à long terme accordés par la BCE aux banques.

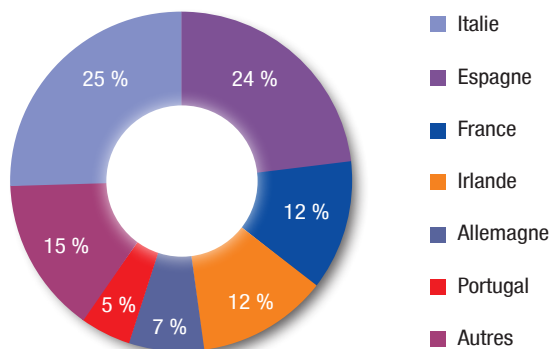
## QUEL MODÈLE DE CROISSANCE POUR L'EUROPE ?

Fin juillet, Mario Draghi a affirmé qu'il ferait tout pour sauver l'euro (« *whatever it takes* »). Et cela a marché. Pendant tout le mois d'août, on s'est interrogé sur les décisions qu'allait prendre le président de la BCE. Il a finalement demandé aux États de faire leur travail, de présenter leurs engagements aux autres gouvernements, avant d'en faire part à la BCE, pour que celle-ci puisse se déterminer. Aujourd'hui, la crise entre les États et les banques n'est toujours pas réglée.

On peut surmonter cette crise en traitant différemment – autant qu'il est possible – les États et les systèmes bancaires, en fonction de leurs difficultés propres. Nous verrons quel traitement sera réservé à la Grèce et ce qui sera décidé pour l'Espagne. Dans les autres pays, il conviendra de régler les problèmes de croissance et de crise de dette souveraine pour que la situation bancaire évolue.

Depuis la mise en place des LTRO, la BCE a fait le maximum de ce qui est en son pouvoir. En décembre et janvier, elle se devait d'intervenir auprès de l'Italie et de l'Espagne pour éviter la catastrophe. Cette intervention a réussi mais elle a contribué à la renationalisation des situations monétaires.

### 📌 Où vont les mille milliards d'euros des deux LTRO ?

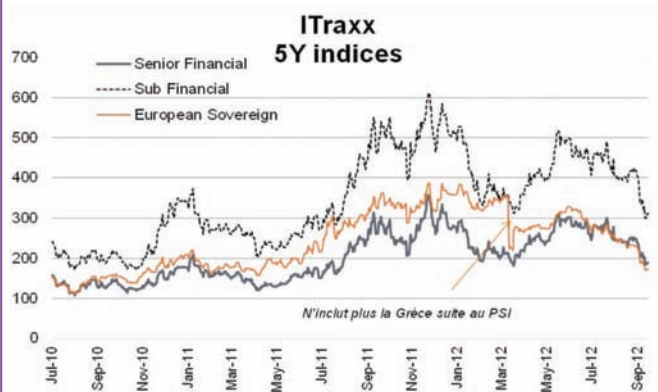


Source : estimations, Crédit agricole S.A.

Aujourd'hui, la BCE calme le jeu, s'efforce de réduire les taux d'intérêt – ce qui sera sans effet –, de donner de la liquidité *via* des opérations monétaires sur titres (OMT), pour faire en sorte que la confiance revienne peu à peu. Mais cette confiance revient insuffisamment, différemment.



### ♥ Souverains et banques toujours en couple



Source : Bloomberg, Crédit agricole S.A.

Pour le moment, ce « problème » n'est donc pas résolu. Nous sommes dans une situation grave et compliquée. La BCE a fait son maximum. Il appartient à présent aux politiques de travailler.



**Natacha Valla**

Directeur exécutif,  
Goldman Sachs Paris

### Quels sont les enjeux cruciaux et les réponses envisageables ? Le point de vue des marchés financiers

#### Natacha Valla

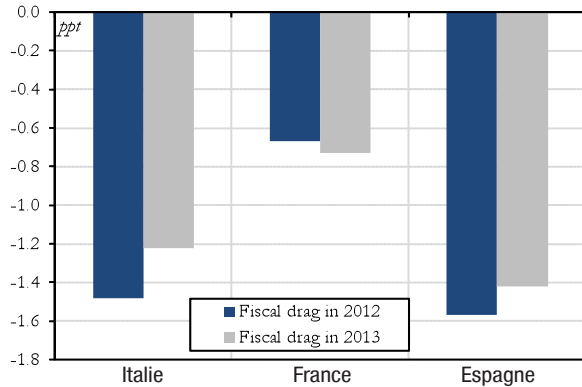
Si les décisions sont entre les mains des politiques, c'est aussi parce que les économistes ont fait leur travail. Ils sont de plus en plus souvent appelés à analyser les répercussions des choix politiques sur la macroéconomie de la zone euro.

Il est difficile d'être très optimiste sur l'évolution de la situation dans les prochains mois même si l'environnement est beaucoup plus serein à l'issue des réunions du Conseil des gouverneurs de la BCE qui ont eu lieu en août et septembre. Les marchés ont été tenus en respect et attendent. Ils accordent une grande

## QUEL MODÈLE DE CROISSANCE POUR L'EUROPE ?

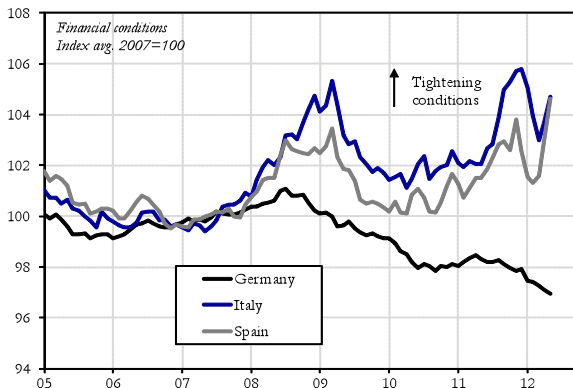
crédibilité *ex ante* aux décisions de la BCE, alors qu'ils n'avaient que très peu foi dans les décisions politiques.

### Les divergences au sein de la zone euro sont déterminées par les politiques budgétaires restrictives



Source : Goldman Sachs Global Economics, Commodities and Strategy Research

### Les conditions de financement divergent fortement entre le centre et la périphérie



Source : Goldman Sachs Global Economics, Commodities and Strategy Research

Le « rapport des quatre présidents » présenté en juin 2012<sup>1</sup> n'a pas contribué à stabiliser les marchés, comme l'a fait Mario Draghi.

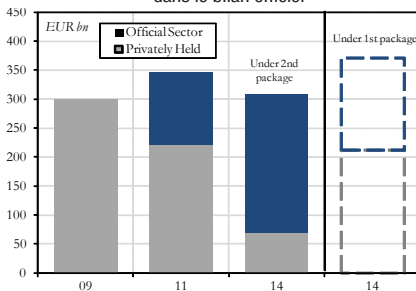
Ce texte s'appuie sur les piliers suivants :

- l'union bancaire ;
- l'union budgétaire ;
- une politique économique commune ;
- une dimension démocratique.

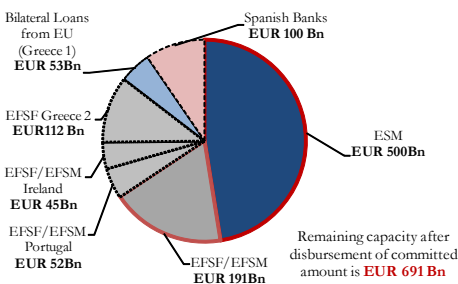
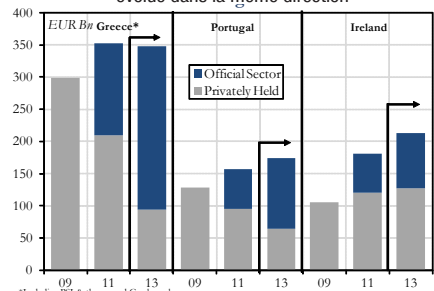
Dans cette logique, la place donnée à la BCE est centrale. Ces quatre piliers nous renvoient à plusieurs difficultés à court terme.

### ☺ Traitement des pays sous programme (transfert dans le bilan officiel)

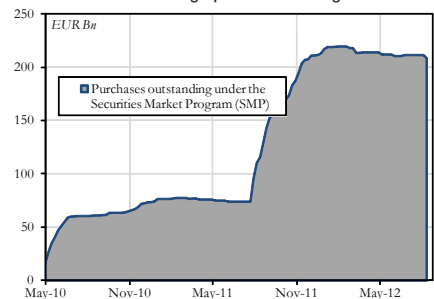
L'ISP a accéléré le transfert de la dette grecque dans le bilan officiel



Même sans l'ISP, la dette portugaise évolue dans la même direction



La BCE a racheté une large part des dettes gouvernementales



ISP : implication du secteur privé.

Source : BCE ; Goldman Sachs Global Economics, Commodities and Strategy Research

[1] Vers une véritable union économique et monétaire, rapport présenté par Herman Van Rompuy, président du Conseil européen, élaboré en étroite coopération avec les présidents de la Commission européenne, de l'Eurogroupe et de la Banque centrale européenne.

## QUEL MODÈLE DE CROISSANCE POUR L'EUROPE ?

La première est liée à l'union budgétaire. D'importants progrès ont certes été accomplis en matière de prises de position politiques par la BCE, et c'est en soi une véritable révolution dans la manière dont la Banque centrale conçoit l'exercice de son mandat. Ce bouleversement concerne à la fois son approche du rôle que doit jouer le financement monétaire mais aussi la convergence des positions respectives des membres de la BCE à l'égard de l'union budgétaire.

Aujourd'hui, la position allemande est fondamentalement en ligne avec celle de la BCE sur des questions telles que la rigueur budgétaire et les conditions pré-requises pour établir des mécanismes de transferts pérennes dans la zone euro. Cette condition préalable était indispensable.

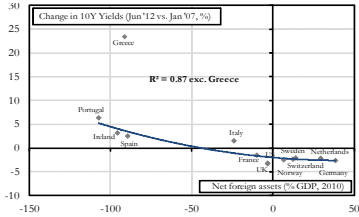
La seconde difficulté tient au déficit démocratique : c'est la BCE qui a pris les décisions les plus importantes et les plus efficaces, alors qu'elle est la moins démocratique des institutions européennes. Une réflexion est à conduire sur les mandats qui lui sont confiés, notamment en matière d'achat de titres de dette publique ou de capacité à superviser les six mille banques européennes, dans six mois. La BCE doit prendre le temps de la réflexion pour agir par étape. Quant à son programme d'achats de titres souverains, il faudra l'évaluer à l'épreuve des faits.

Plusieurs scénarios sont possibles. À court terme, l'intervention de la BCE, notamment à l'égard de l'Espagne, est conditionnée par les critères que le pays doit remplir. Si l'Espagne a besoin de cette intervention, elle doit satisfaire à ces critères, totalement. Mais si elle décide, au bout d'un ou deux trimestres, de ne plus les respecter, la Banque centrale sera face à la décision de poursuivre ou non l'achat de titres souverains espagnols. Cette stratégie n'est pas soutenable à long terme. La BCE a de fortes chances, une fois intervenue sur les marchés *via* les OMT, de devoir continuer. Il faut se préparer, psychologiquement, à une banque centrale qui mènera une politique monétaire réellement quantitative, ce qui n'a encore jamais été le cas dans la zone euro.

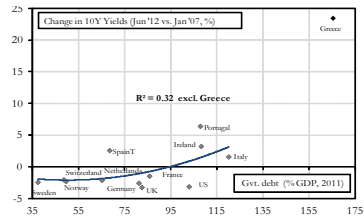
La dernière difficulté est l'impossibilité de moduler le *policy mix*. L'Europe est confrontée à des politiques de rigueur simultanées qui exacerbent l'austérité et qui vont accroître l'hétérogénéité des taux de croissance réels dans les deux années à venir. Définir un *policy mix* doit s'appuyer sur une politique monétaire axée sur le pilotage de l'économie réelle. Or la politique monétaire qui a pour objectif une baisse des taux pour stimuler l'activité ne fonctionne plus. Elle peut même entraîner des effets opposés à ceux escomptés, en assouplissant les conditions de financement en Allemagne et en les resserrant en Italie et en Espagne, alors que l'on cherche à faire l'inverse.

## La dette extérieure est au cœur des préoccupations

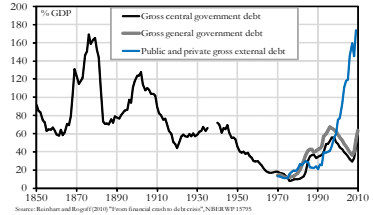
Il y a une forte corrélation entre les variations des rendements des obligations souveraines et les positions extérieures nettes



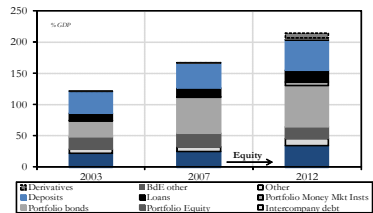
La corrélation entre les variations des rendements des obligations souveraines et les dettes publiques est plus faible



L'Espagne a davantage un problème de dette extérieure que de dette publique



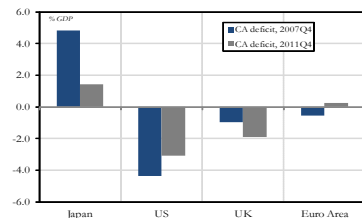
Il y a beaucoup plus de dettes que d'actions dans le passif de la position extérieure espagnole



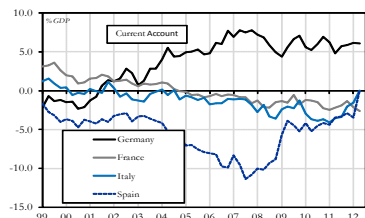
Source : FMI, Eurostat, Datastream, Banco de España, Goldman Sachs Global Economics, Commodities and Strategy Research

## Les déséquilibres au sein de la zone euro sont plus préoccupants étant donné les faibles marges de manœuvre

Le compte courant de la zone euro est globalement déséquilibré



Au sein de la zone euro, les comptes courants sont en déséquilibre



Source : BCE, NCBs, BoJ, UK ONS, US BEA, Goldman Sachs Global Economics, Commodities and Strategy Research

### Jean-Marc Vittori

Ansgar Belke, vous n'êtes pas un conseiller du gouvernement allemand mais vous êtes très au fait de ce que l'opinion publique allemande pense de cette crise. Quels sont les enjeux cruciaux et les réponses envisageables du point de vue de l'Allemagne ?



**Ansgar Belke**

Directeur de l'Institut des affaires  
et études économiques,  
université de Duisbourg-Essen

### Quels sont les enjeux cruciaux et les réponses envisageables ? Le point de vue allemand

#### Ansgar Belke

Les décisions prises depuis un mois par la Cour constitutionnelle de Karlsruhe et la BCE ont réellement impressionné la population allemande. Les interventions de la Banque centrale sont conditionnées par le mécanisme européen de stabilité (MES), ce qui est accueilli très favorablement par les citoyens allemands et la classe politique. Un plafond a été fixé, qui constitue pour notre gouvernement un garde-fou important, d'autant que le MES ne se verra pas octroyer de licence bancaire. La Cour constitutionnelle a validé le fait que la contribution allemande au MES pourra être majorée sous réserve de l'approbation par le Bundestag. Il est question de démultiplier ce mécanisme, peut-être en l'appuyant sur les réserves en or comme l'a proposé l'Italie, afin de combler certains besoins de financements.

Il est admis que les principes de la Bundesbank en matière de politique monétaire ne sont plus applicables, ce qui satisfait une partie de la population qui estime que ce sacrifice assure une certaine flexibilité, mais cette position est minoritaire. Les Allemands constatent aussi que la position de la Bundesbank au Conseil des gouverneurs de la BCE est minoritaire. Or l'Allemagne ne tient pas à être

reléguée au second plan en matière de gouvernance européenne et souhaite aboutir à des compromis.

L'Allemagne estime qu'il pourrait y avoir des incohérences dynamiques en matière d'achats d'obligations. Mario Draghi peut-il rester crédible dans sa volonté d'améliorer l'efficacité des mécanismes de transmission de la politique monétaire, s'il est contraint de mettre fin à cette politique d'achats de titres dans le cas où un pays cesserait de respecter les règles ? On évoque aussi la possibilité d'une plus grande facilité de crédit pour restreindre ce type de conditionnalité. Cette souplesse correspond aux attentes de l'Allemagne dans le cas où l'Espagne viendrait à bénéficier du mécanisme de sauvetage. Certains Allemands craignent en outre le retour de l'inflation. La Deutsche Bank avertit ses clients d'un risque de recrudescence de l'inflation en 2013. Enfin, le débat porte sur l'impact de la nouvelle politique monétaire européenne sur le marché des obligations.

De mon point de vue, s'il était normal de mettre en place le LTRO en raison de la crise de confiance qui sévissait alors, il est beaucoup plus difficile de justifier les opérations monétaires sur titres (OMT). L'argument de Mario Draghi consiste à dire qu'il faut réduire les taux d'intérêt suffisamment pour contenir le niveau de la dette et mettre fin au cercle vicieux. Mais entre le moment où une obligation est acquise et le moment où elle est vendue, des élections peuvent intervenir dans un pays. Le nouveau gouvernement peut ne pas avoir la même sensibilité vis-à-vis de la question de l'insolvabilité. Le seuil critique de taux d'intérêt est donc difficile à établir. Si l'Italie peut accepter un taux de 7 % pendant des années en raison de son niveau d'épargne, l'Espagne ne peut pas se le permettre car sa situation est différente.

On peut enfin s'attendre à une panne d'investissements en Europe du Sud et notamment en Espagne. À l'époque où j'étais étudiant, on estimait qu'un pays ne pouvait supporter longtemps un taux de chômage structurellement très élevé. Le point de vue allemand, partagé par la majorité des économistes, est que priorité doit être donnée au rééquilibrage des comptes courants, au-delà des approches symétriques ou asymétriques.

### Jean-Marc Vittori

Voyons maintenant, du point de vue français, quels sont les enjeux essentiels et les réponses à apporter.



**Claire Waysand**

Directrice générale adjointe du Trésor, chef économiste au ministère de l'Économie et des Finances

## Quels sont les enjeux cruciaux et les réponses envisageables ? Le point de vue français

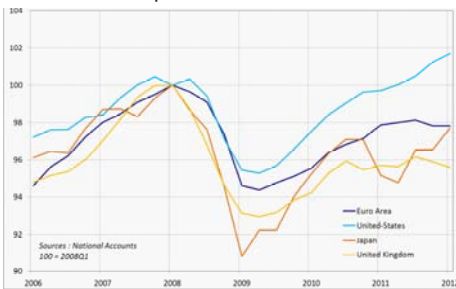
Claire Waysand

La situation de la zone euro, prise dans son ensemble, en termes de dette publique ou privée est assez comparable à celle d'autres zones comme le Japon, les États-Unis ou le Royaume-Uni. Certains pays se trouvent dans une situation difficile, avec des crises de surendettement privé et/ou public mais le taux d'endettement de l'ensemble de la zone est comparable à celui des autres grandes zones. Une réponse européenne à la crise est donc possible.

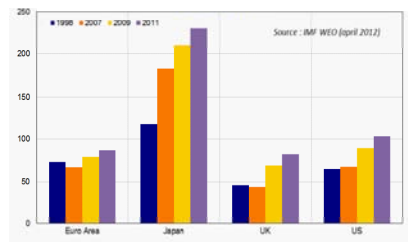


### Des fondamentaux comparables à ceux des autres zones

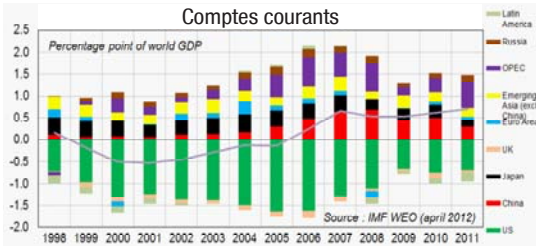
PIB depuis le début de la crise



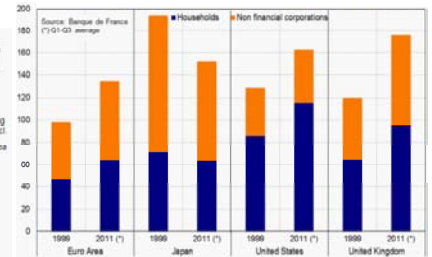
Dettes brutes des gouvernements (en % du PIB)



Comptes courants



Dettes privées agrégées (en % du PIB)

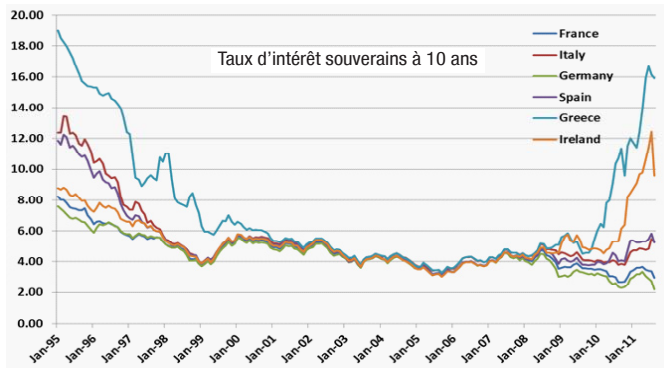


Source : FMI WEO ; Comptes nationaux ; Banque de France





## Des tensions sur certains pays



Source : Thomson Reuters Datastream

### ***Des solutions à court terme et moyen/long terme***

Il faut à la fois apporter des réponses de court terme et ne pas faire l'économie d'une réflexion sur ce qui nous a amenés à une telle situation et sur la nécessité d'une zone euro fonctionnant différemment. Certaines mesures doivent être prises par les États membres, d'autres au niveau de l'Europe au profit des États membres les plus affectés par la crise.

Les États membres affectés par la crise doivent mener des actions de désendettement privé et/ou public, stabiliser leur secteur financier (ce qui pèse souvent sur les comptes publics) et retrouver une croissance plus équilibrée (ce qui passe par des réformes de grande ampleur). Ils sont engagés dans des programmes de consolidation budgétaire vigoureux. L'ajustement pèse sur la croissance et a des coûts sociaux élevés. Mais il existe peu d'alternatives dans une union monétaire lorsqu'un pays a connu un excès d'endettement global et une position extérieure nette très négative.

Ce processus d'ajustement des États doit donc être accompagné au niveau européen et international. Cet accompagnement financier permet de diminuer le besoin immédiat d'ajustement – en rendant les pays moins dépendants de l'accès au marché – et de le lisser sur le temps. Il est en cours au niveau européen avec le FESF<sup>1</sup> et le MES, qui permettent de mobiliser un total de

[1] Fonds européen de stabilité financière.

## QUEL MODÈLE DE CROISSANCE POUR L'EUROPE ?

700 milliards d'euros, avec les actions de la BCE et les programmes de financement conjoints UE/FMI.

La décision du Conseil européen de juin dernier au travers du pacte pour la croissance et pour l'emploi de 120 milliards d'euros aidera aussi à accompagner l'ajustement. Il faut, enfin, tenir compte des situations des pays affectés par la crise et trouver un équilibre entre besoin de restaurer la confiance des investisseurs et capacité d'adaptation. Du temps supplémentaire a ainsi été accordé à l'Espagne et récemment au Portugal pour revenir sous les 3 % de déficit.

Il faut parallèlement reconstruire l'union économique et monétaire, pour éviter que les divergences observées se développent à nouveau, et pour renforcer les solidarités au sein de la zone euro.

### ***Différentes pistes sont à envisager***

Les différentes pistes sont esquissées dans le rapport des quatre présidents évoqué tout à l'heure par Natacha Valla. Le document remis en juin n'est qu'une première étape et les discussions se poursuivront en octobre et décembre 2012. Cette réflexion, initiée au Conseil européen de juin, vise à renouveler les fondements de la zone euro et à progresser sur certains de ses aspects.

En matière d'union bancaire, tout d'abord, l'objectif est de rompre le lien entre la situation des banques dans un pays et celle de l'État souverain. Quand l'État souverain est attaqué, banques et acteurs privés rencontrent des problèmes de financement et réciproquement, la crise financière entraîne *via* les besoins d'intervention publique un affaiblissement de l'État souverain. Il s'agit de promouvoir un modèle plus intégré, avec un superviseur européen, et parallèlement des mécanismes d'intervention plus intégrés en matière de résolution et de garantie des dépôts.

Le chantier du renforcement de l'intégration économique et budgétaire des États membres est tout aussi crucial. Il vise à mieux surveiller les déséquilibres et à renforcer les disciplines budgétaires. En contrepartie, les solidarités doivent être accrues, *via* des émissions communes et un budget de la zone euro. La question du volet social qui accompagnera toutes ces évolutions se posera.

Enfin, à côté de ces évolutions de nature économique, sociale et monétaire, on n'évitera pas le débat sur les changements à introduire pour assurer le fonctionnement démocratique des institutions.

### Jean-Marc Vittori

Essayons à présent d'aborder la situation vue d'une banque universelle, en l'occurrence HSBC. Mathilde Lemoine, quel jugement portez-vous sur la réforme de la gouvernance européenne et sur les projets actuels relatifs à la souveraineté en zone euro ?



**Mathilde Lemoine**

Directeur des études économiques  
et de la stratégie marchés,  
HSBC France

## Zone euro, la souveraineté en question

### Mathilde Lemoine

Depuis le début de la crise, les pays européens cherchent à tout prix à éviter de mettre en œuvre les conditions de fonctionnement de la monnaie commune. En effet, on sait depuis l'origine de la construction européenne que la mise en place d'une monnaie commune suppose de coordonner les politiques monétaires et économiques des différents États membres. Or cela impliquerait un partage de souveraineté en matière budgétaire et de conduite des politiques économiques. Ainsi, les pays européens ont préféré mettre en place des Fonds pour prêter aux États en difficulté et faire en sorte que cette coordination budgétaire et économique soit la moins coercitive possible. C'était en particulier la stratégie de la France car les finances publiques sont l'expression de sa souveraineté comme l'était le deutschemark pour les Allemands. L'Allemagne a accepté de perdre sa souveraineté monétaire alors que le deutschemark possédait une signification politique extrêmement forte. Aujourd'hui, c'est au tour de la France d'admettre une cogestion de son budget sachant qu'au moins depuis Colbert, il est l'expression de sa souveraineté.

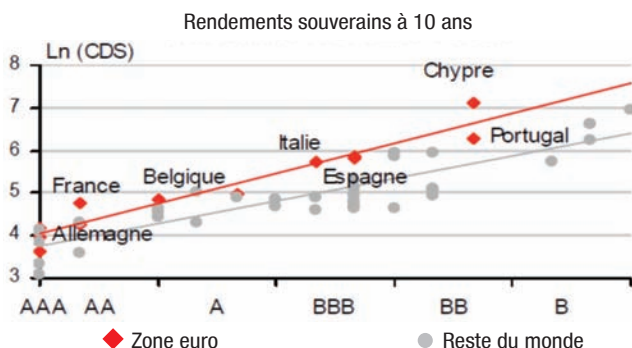
Depuis cet été, nous assistons à une prise de conscience des gouvernements européens : ils ont compris qu'ils ne pouvaient plus éviter de discuter d'une coordination plus coercitive des politiques budgétaires et économiques au sein de la zone euro. La fourniture de liquidité aux pays en difficulté ne permettra pas

## QUEL MODÈLE DE CROISSANCE POUR L'EUROPE ?

de stabiliser la crise européenne. C'est la raison pour laquelle j'ai désormais confiance dans la résolution de la crise européenne et que je fais partie des plus optimistes en termes de prévisions de croissance. Tant que la survie de la zone euro est en jeu, cela pèse sur l'activité économique. Des avancées institutionnelles pourraient donc avoir pour effet de réduire la prime de risque systémique et de soutenir légèrement les perspectives d'activité en Europe.

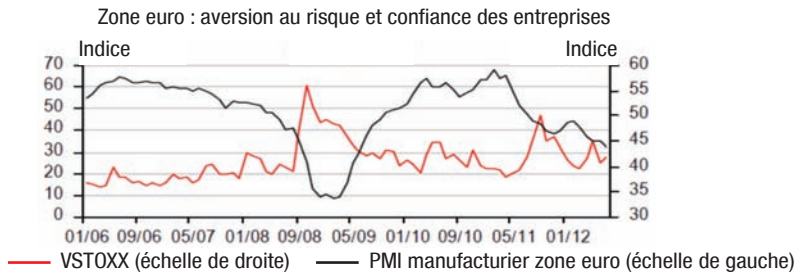
Cet été, le président de la Banque centrale européenne a parlé de « craintes de réversibilité de la zone euro ». Celles-ci existent, comme le montre le premier graphique, et se matérialisent par une prime de risque plus élevée pour les États de la zone euro que pour les États du reste du monde. Ainsi, les CDS<sup>1</sup> – soit la prime qu'un investisseur est prêt à payer en échange d'une assurance contre le risque de non-remboursement – sont plus élevés pour une même qualité de dette souveraine, dans le cas des pays de la zone euro. Le Portugal affiche par exemple une prime d'assurance plus importante que celle de la Jamaïque, dont la dette souveraine est jugée plus risquée par les agences de notation. Les calculs que nous avons réalisés confirment cette analyse puisque le bêta de la zone euro est deux fois plus élevé que celui du reste du monde, ce qui signifie que les variables financières et macroéconomiques européennes sont deux fois plus sensibles aux évolutions politiques et économiques. Les investisseurs considèrent donc qu'il y a un risque supplémentaire à investir dans la zone euro car sa survie est encore en jeu. Les Européens n'ont pas encore convaincu de leur volonté de passer au stade supérieur et de mettre en place les conditions nécessaires au fonctionnement de la monnaie unique, de la coordination économique et budgétaire.

### La survie de la zone euro est encore en jeu...



[1] Credit default swaps.

### ...ce qui limite les perspectives de croissance



Source : Bloomberg, HSBC

Si un pas est accompli dans ce sens, par exemple si l'union bancaire se réalise effectivement, et si la France fait un pas vers l'Allemagne en matière d'intégration budgétaire, ces signaux très positifs pourront être perçus par les investisseurs comme l'expression d'une réelle volonté européenne d'aller dans le sens d'un meilleur fonctionnement. Cela peut déboucher sur une réduction de la prime de risque systémique. De fait, même si le chômage ne diminuera pas du jour au lendemain, un bon nombre d'investisseurs reviendront en Europe et les grandes entreprises y réinvestiront. En conséquence, la crise pourrait se stabiliser.

Rien n'est gagné cependant. Pour Mariano Rajoy, le chef du gouvernement espagnol, tout l'enjeu consiste à montrer qu'une monnaie commune peut fonctionner sans le moindre effort de coordination, sans avoir à admettre que l'absence de réforme de son propre système bancaire a un impact sur les primes de risque de l'ensemble des banques présentes dans le système européen. Or, aujourd'hui, il en va de la responsabilité de chaque État membre dont l'attitude a des répercussions sur les autres pays de la zone euro. Le débat est encore extrêmement vif. Il faut que le chef du gouvernement espagnol accepte la supervision européenne et que la France se résigne – comme l'a fait l'Allemagne avec sa monnaie – à une coordination budgétaire un peu plus coercitive.

Une fois la survie de l'Europe assurée, il faudra débattre de son avenir. Faute de se mettre d'accord sur la co-souveraineté, le seul objectif qui a fait consensus jusqu'ici a été le rééquilibrage des balances courantes. Mais par là même, on se prive d'une source de croissance consistant à utiliser les spécificités nationales et à améliorer l'intégration européenne par un meilleur fonctionnement du

marché unique. Il est urgent de s'attaquer à la survie de l'Union européenne, mais je ne suis pas certaine que les objectifs poursuivis aujourd'hui permettent de soutenir la croissance à moyen terme.

### Jean-Marc Vittori

En matière de gouvernance, quels sont les principaux obstacles au changement ? Existe-t-il des raisons d'espérer à travers notamment des inflexions qui seraient données aux politiques monétaire et budgétaire ?



**Agnès Bénassy-Quéré**

Directrice du Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII)

## Politiques monétaires et budgétaires : les pistes pour sortir de la crise

### Agnès Bénassy-Quéré

L'analyse suivante se fonde sur un travail en cours au CEPII qui se concrétisera par un rapport publié en fin d'année<sup>1</sup>.

Trois risques ont été identifiés par les économistes dès l'origine de l'euro : un déficit budgétaire trop prononcé, une divergence dans l'évolution des taux d'intérêt réels, la perte cumulée de compétitivité-prix. Ils ont été sous-estimés par les politiques mais se sont concrétisés. Les risques liés aux déséquilibres extérieurs, à l'intégration financière en l'absence de surveillance adéquate et à la taille des banques ont été sous-estimés par les économistes eux-mêmes. Enfin, les Européens se sont trouvés face à un défaut de conception de la monnaie unique, au manque de crédibilité de la règle de non-renflouement, et au manque de coordination effective des politiques macroéconomiques.

---

[1] Bénassy-Quéré A., Bara Y.-E., Carton B., Destais C. et Piton S. [2012], « Ending the euro crisis: Crossing the river by feeling the stones », *Policy Paper*, n° 1, CEPII / PSE G-Mond.

## Origines de la crise

Risques bien identifiés au départ	Risques sous-estimés	Défauts de conception
Prodigalité budgétaire	Déséquilibres extérieurs	Pas de mécanisme de restructuration des dettes
Divergence des taux d'intérêt réels	Intégration financière	Manque de crédibilité de la règle de non-renflouement
Pertes cumulées de compétitivité-prix	Taille des banques	Manque de coordination effective des politiques macroéconomiques

Source : CEPII

Nous sommes confrontés à une crise aux multiples facettes : dette souveraine, système bancaire, compétitivité, croissance et enfin gouvernance. Sur chacune d'entre elles, on note des avancées mais les difficultés restent nombreuses.

## Les différentes dimensions de la crise

	Stratégie zone euro	Difficultés	Pistes
Crise des dettes souveraines	EFSF/ESM SMP/OMT* Ajustement budgétaire	Effondrement de la demande Domination budgétaire	Gestion de la demande interne (par pays et en agrégé) Restructurations « Gouvernement européen » Euro-obligations
Crise bancaire	Fourniture de liquidité Renflouement Union bancaire	Aléa moral Banques « zombies »	Restructuration effective
Crise de compétitivité	Dévaluation interne	Risque de déflation	Euro faible Politique budgétaire des pays hors crise Réformes secteurs abrités Union de transferts
Crise de gouvernance	<i>Six pack</i> Traité budgétaire	Irréalisme de certaines règles (dette) Insuffisante hiérarchisation Sanctions	« Gouvernement européen » Intégration politique Initiative sociale

(\*) EFSF : *European Financial Stability Facility* ; ESM : *European Stability Mechanism* ; SMP : *Securities Markets Programme* ; OMT : *Outright Monetary Transactions*.

Source : CEPII

### ***Crise des dettes souveraines***

La stratégie pour lutter contre la crise d'endettement souverain est bien connue, fondée pour partie sur des prêts d'urgence assortis de conditionnalités, un ajustement budgétaire fort et l'intervention de la BCE sur les marchés secondaires.

La principale difficulté est maintenant l'effondrement de la demande, qui empêche la baisse du ratio d'endettement malgré des efforts considérables pour réduire la dette elle-même. La deuxième difficulté est le risque que la BCE se trouve prise en otage. La BCE pourrait se retrouver dans l'impasse si, après son intervention, l'Espagne était dans l'incapacité de remplir ses engagements. La BCE devrait alors éponger les dettes quoi qu'il en coûte – *whatever it takes*. On peut toujours chercher à améliorer la gouvernance, mais ce risque ne s'effacera jamais, il faut l'accepter. La Fed aux États-Unis, pas plus que le Royaume-Uni, ne peuvent s'y soustraire.

L'amélioration du traitement des dettes souveraines passe par une gestion de la demande interne au niveau de la zone euro, politique qui aujourd'hui n'existe pas. Pour l'heure, on se contente d'additionner les politiques budgétaires. Au niveau de chaque pays, lorsque la demande diminue de façon trop marquée, le désendettement devient impossible. Par conséquent, il va bien falloir s'interroger sur la restructuration de la dette publique ou privée. Les euro-obligations sont une réponse mais le niveau actuel de la dette est trop élevé. La restructuration préalable paraît incontournable pour restaurer la confiance sur le long terme.

### ***La crise bancaire***

Le traitement de la crise bancaire est passé jusqu'à présent par la fourniture généreuse de liquidités, par le renflouement partiel ou total (nationalisation) de certaines banques, et plus récemment par la stratégie d'union bancaire.

Les difficultés résident dans le fait que certaines banques n'ont pas été restructurées et dans la possibilité que les banques, mieux assurées, prennent davantage de risque. L'enjeu est de savoir restructurer les banques. Depuis le début de la crise, peu de banques l'ont été. Le volet « résolution » des crises du projet d'union bancaire européenne sera déterminant.

### ***La crise de compétitivité***

La stratégie consiste ici en une dévaluation interne et passe par des politiques structurelles, en particulier pour le marché du travail. Si l'on ne peut dévaluer la



monnaie, il faut diminuer les prix et les salaires et accroître la productivité. Ces mesures font mauvais ménage avec le désendettement. Si les prix diminuent, le ratio dette/PIB est plus difficile à réduire. Cette stratégie montre ses limites. Les issues envisageables renvoient aux politiques budgétaires menées par les pays hors crise, à un euro faible, mais également à des réformes structurelles dans les secteurs abrités. Le CEPII a montré que la réduction des rentes dans les secteurs abrités de la concurrence avait un impact massif sur les prix relatifs<sup>1</sup>.

### ***La crise de gouvernance***

Les Européens ont beaucoup progressé dans ce domaine. L'élargissement de la surveillance à d'autres secteurs que la politique budgétaire est une bonne nouvelle. Mais il semble que l'on n'ait pas suffisamment hiérarchisé les différents indicateurs suivis. Par ailleurs, le système repose encore sur des sanctions qui ont démontré leur insuffisance. Des réformes sont nécessaires en matière de « gouvernement européen », pour éventuellement entériner la situation actuelle où, lorsqu'un État faillit, un substitut au niveau européen peut prendre en main la politique économique de l'État défaillant. Cela se fait aujourd'hui de façon non démocratique, il faut rendre ce mécanisme plus démocratique en s'appuyant sur les parlements européen et nationaux. Les gouvernements ne pourront pas non plus éviter de consulter leur électeurat sur toutes ces modifications, que ce soit pour amender le Traité européen ou leur propre constitution. Enfin, sans un volet social dans le projet d'intégration européenne, on risque d'aller au-devant d'importantes difficultés.

### **Jean-Marc Vittori**

Revenons sur la contradiction entre les politiques de resserrement budgétaire et la chute de la croissance qui empêche la réduction de la dette. La Grèce et l'Espagne sont confrontées à cette situation, qui pourrait toucher la France. Comment l'éviter ?

### **Claire Waysand**

C'est effectivement une question difficile : comment concilier une croissance relativement faible et une consolidation budgétaire indispensable au sein des États membres ? Le débat existe au niveau européen où l'on a su prendre en

---

[1] Bénassy-Quéré A. (2012), « The impact of market regulations on intra-European real exchange rates », CEPII, *Document de travail*, à paraître.

compte la situation de l'Espagne et du Portugal et donner un an de plus à ces pays afin qu'ils remplissent leurs engagements budgétaires.

L'ensemble des pays européens se trouve en ce moment sous forte pression des investisseurs. Dans ce contexte, le risque quand on dévie d'une trajectoire de consolidation agréée est que les taux d'intérêt, pour l'État mais aussi pour les investisseurs privés, augmentent. Dans le cas de la France, sans préempter les annonces du projet de loi de Finances 2013, la stratégie générale qui vient encore d'être rappelée par le ministre du Budget consiste, outre une réelle maîtrise des dépenses, à chercher à augmenter les recettes en sollicitant de préférence les ménages et les entreprises les plus à même d'absorber ce choc supplémentaire. Au-delà de la nécessaire hausse globale des prélèvements, la « qualité » de l'ajustement budgétaire est importante afin que ceux qui sont sollicités pour accomplir les efforts soient en effet les plus en mesure de le faire. De toute évidence, l'effort à fournir est très grand, dans un contexte économique difficile. Cette situation n'a rien d'idéal, mais montrer que nous tenons les engagements pris est un facteur de crédibilité, vis-à-vis des investisseurs comme de nos partenaires. La sortie de crise passe par un certain nombre de progrès que nous devons accomplir ensemble, les Dix-Sept de la zone euro. Cela suppose que nous nous montrions, les uns aux autres, que nous sommes capables de respecter nos engagements.

### Angar Belke

Compte tenu de la pression des investisseurs, des pays du sud de l'Europe, comme l'Italie, l'Espagne ou le Portugal, devront réduire leur déficit courant, pour des raisons de compétitivité. La BCE a fait son travail, s'est efforcée de répondre à la crise de confiance. En Grèce, l'austérité ne sera d'aucune aide car ce pays souffre d'un vrai problème de croissance. Il faut donc promouvoir la compétitivité, obtenir des ressources et les réinjecter dans les échanges, en espérant un redressement à un horizon de dix ans et non de cinq ans, comme le laissent entendre certains discours politiques. En Espagne, la situation a permis l'amorce d'un débat, par exemple sur la limitation de la dépense publique. Quant à la contraction des dépenses budgétaires, si l'on annonce des mesures crédibles dans l'immédiat, on pourra se permettre davantage de souplesse plus tard. L'essentiel est de faire preuve de crédibilité en anticipant des taux d'intérêt plus bas, des rentrées fiscales réduites et des dépenses plus élevées.

Concernant l'Espagne, les investissements dans la construction sont encore bien trop élevés pour mettre fin à la bulle immobilière. Le gouvernement doit prendre des mesures énergiques à cet égard.

La mutualisation de la dette se résume désormais à un « tout ou rien » en matière d'union politique. La question est intéressante et soulève des problèmes très complexes pour les Allemands comme pour les Français, notamment sur le plan diplomatique. Nous devons donc faire preuve de prudence. On observe depuis plusieurs semaines que le sentiment à l'égard de la Grèce semble s'apaiser. La presse a adouci le ton, y compris en Grèce, ce qui constitue un retournement de situation. On pourrait même affirmer maintenant qu'il serait préférable, alors qu'on s'attend à une nouvelle vague de soutien, que la Grèce quitte la zone euro, avec un moratoire de dix ans et un taux d'intérêt réduit, ce qui serait plus économique pour la France comme pour l'Allemagne.

Comme l'analyse Agnès Bénassy-Quéré, il est nécessaire d'accroître le fédéralisme européen, ce qui passe par une union bancaire conçue avec soin. Cela permettrait de réduire les risques auxquels nous sommes confrontés.

### **Agnès Bénassy-Quéré**

Il n'est pas certain que les pays du sud de l'Europe doivent rééquilibrer leur balance commerciale. Si la productivité est systématiquement plus élevée en Allemagne qu'ailleurs, pour parvenir à une croissance très forte, il faudrait sans doute concentrer les moyens de production en Allemagne, où ils sont les plus productifs, ce qui implique une redistribution. La fameuse « union de transfert » dont l'Allemagne ne veut pas entendre parler est peut-être la condition de la croissance en Europe.

### **Ansgar Belke**

Pour cela, il faut des taux d'intérêt plus élevés dans le sud pour attirer le capital. La BCE doit agir en ce sens et prendre garde à ce que sa politique d'achats de titres ne soit pas contre-productive. Les taux d'intérêt doivent être au service de la réallocation des capitaux. Il ne faut pas faire « disparaître » ces signaux de prix que sont les taux d'intérêt mais les stabiliser.

### **Jean-Marc Vittori**

S'il y a trop de dettes, cela signifie qu'en face, il y a trop de créances... Dans ce cas, par où commencer la restructuration ?

### Jean-Paul Betbèze

Il y a effectivement trop de dettes mais le problème est ailleurs : il tient dans l'insuffisance de la croissance.

Prochainement, nous allons voir apparaître en France des impôts supplémentaires. À chacun son chemin de croix ! Il n'est pas certain que cela favorise la croissance. Le problème est que nous sommes dans une logique déflationniste. La mentalité et les anticipations des individus sont extrêmement mal orientées. Je le répète, il existe des problèmes de dette et une fragilité bancaire mais, fondamentalement, le problème est qu'il n'y a pas assez de croissance. Il semble préférable de chercher à soutenir cette croissance. Dans le cas de la France, avec une croissance aussi faible, notre système ne peut éponger nos problèmes de dette publique et d'emploi ; mieux vaut choisir un mécanisme pro-croissance qu'une résorption de l'endettement.

Par ailleurs, l'horizon qui se dessine n'est pas clair. Personne n'en perçoit l'allure générale. L'incompréhension face à la logique et à la cohérence d'ensemble du système est considérable, et nuit à sa crédibilité.

À l'heure actuelle, une logique déflationniste prévaut parce qu'on ne perçoit pas le rôle dévolu aux moteurs traditionnels de la croissance (expansion, innovation, etc.). Si l'on se contente de dénoncer le poids des banques ou du crédit, au lieu d'insister sur l'absence de croissance et le poids du chômage, on est dans l'erreur. Il faut commencer par décrire plus précisément le rôle de tous les acteurs, afin que la formation des anticipations se mette mieux en place et que la stratégie de croissance se matérialise, mobilisant les crédits et les financements disponibles. Mario Draghi souhaite avant tout réduire la pression qui pèse sur lui. En l'absence d'une description plus claire des rôles et des agendas de chacun, et en l'absence d'une véritable stratégie de croissance, nous ne pouvons pas sortir de l'ornière.

### Jean-Marc Vittori

Au cœur de cette situation de déflation à la Fisher, se trouve la suraccumulation de dette. À l'issue du *krach* de 1929, la déflation et la crise qu'elle a entraînée se sont réglées lorsque les dettes ont été effacées, dans la période de l'après-guerre.

### Natacha Valla

N'y a-t-il pas trop de dette et trop de créanciers en face ? Pour répondre à cette question, rappelons d'abord que la dette publique doit être considérée comme

un support à l'investissement. Le problème rencontré avec la Grèce a été le déclenchement du *private sector involvement* (PSI) qui s'est traduit par une décote de la valorisation des dettes détenues par le secteur privé, sans remise en cause de la valeur de la dette détenue par le secteur public. Or le processus prévoit le transfert de la dette privée vers le portefeuille public, *via* le portefeuille de la BCE ou les prêts bilatéraux. L'enjeu est de financer les économies par l'endettement, mais pour y parvenir, il faut que les investisseurs potentiels sur la dette souveraine aient confiance en l'action des gouvernements et restent sur ce support en euro.

La France bénéficie de taux de refinancement exceptionnels en ce moment car les taux d'intérêt sur la dette française sont très bas. Ils sont certainement plus bas que les niveaux auxquels parviennent les analystes dans leurs évaluations à partir des fondamentaux macroéconomiques et budgétaires. Cette situation perdure depuis quelque temps et peut encore se maintenir plusieurs mois. La gestion de la communication par le nouveau gouvernement s'est avérée excellente de ce point de vue. L'objectif de gestion disciplinée des finances publiques est maintenu, comme il l'avait été par le gouvernement précédent. La France n'a jamais suscité de mauvaise surprise sur le marché de la dette. Compte tenu du besoin d'instruments d'investissement, la France bénéficie d'une situation de flux absolument exceptionnelle. Grâce au LTRO de la BCE, il y a un afflux de liquidités dans la zone euro qui doivent être investies sur des supports non risqués. La France en fait partie même si elle paye plus cher que l'Allemagne. Le phénomène est le même pour les investisseurs nordiques ou asiatiques. Tant que cet environnement se maintient, l'abondance de dette permet d'assurer la liquidité du marché et de maintenir le rendement, et empêche ainsi la situation de devenir explosive même si celle-ci reste précaire.

### Mathilde Lemoine

La question posée était « Quelle gouvernance, pour quelle croissance ? ». Il faut veiller à hiérarchiser les problèmes. Aujourd'hui, au moins pour les investisseurs et les responsables d'entreprise, la survie de la zone euro est encore en jeu. Cette crainte bloque tout et, en particulier, les investissements. Pour les faire changer d'avis, les Européens doivent montrer qu'ils sont capables de se coordonner pour mieux faire fonctionner l'Union économique et monétaire même au prix d'une co-souveraineté.

Cela acquis, les pays européens devront s'accorder sur la gestion du passé. Plusieurs propositions ont été avancées en la matière. La plus crédible était

## QUEL MODÈLE DE CROISSANCE POUR L'EUROPE ?

celle des Cinq Sages allemands qui proposaient la création d'un fonds de remboursement. Un tel fonds consisterait à mutualiser le financement d'une partie des dettes publiques nationales. Il permettrait de régler les problèmes de l'insolvabilité liée au stock de la dette en apurant le passé. Mais de nombreuses études économiques, en particulier celles de Carmen Reinhart, montrent que tous les moyens disponibles pour réduire le stock de dette, à l'issue de toute crise bancaire et financière, ont été utilisés : la baisse des dépenses publiques, la hausse des impôts, l'inflation, la répression financière (politique monétaire mise au service des politiques budgétaires pour que les taux d'emprunt des États restent bas) et la restructuration. Un seul ne suffit pas. Aujourd'hui, le problème est que le chef du gouvernement espagnol préfère éviter le débat sur la co-souveraineté, la surveillance et la supervision bancaire, quitte à voir l'économie se dégrader et le taux de chômage augmenter. Il est obligé de compenser la perte de crédibilité budgétaire de l'Espagne par une austérité de plus en plus forte. Résoudre la question de la survie de la zone euro desserrerait l'étau de l'austérité. Cela doit rester une priorité dans la hiérarchie des points traités.

### Débat avec la salle

#### Question

*La situation dans la zone euro n'est pas pire que celle des États-Unis ou du Japon. Dans un tel contexte, la guerre au financement de chacun risque-t-elle de s'exacerber ?*

#### Claire Waysand

En effet, la situation n'est pas plus difficile en Europe que dans les autres grandes zones, en termes de dette privée et/ou publique, le Japon étant plutôt exposé à un problème de dette publique et les États-Unis à un problème de dette privée. Dans la zone euro, la situation de balance courante est globalement équilibrée. Elle n'a donc pas un besoin intrinsèque de financements externes. Sa capacité de financement lui permet de répondre à ses besoins.

#### Agnès Bénassy-Quéré

Si les Européens étaient capables de proposer un *eurobond*, celui-ci rencontrerait un très grand succès sur les marchés internationaux. Le monde a besoin de l'euro. Les Asiatiques craignent de le voir disparaître car cette devise joue un

rôle de stabilisateur pour le système monétaire international. Il existe un besoin considérable d'actifs liquides peu risqués et l'Europe pourrait les fournir.

### Question

*Peut-on connaître d'autres faillites bancaires en Europe ?*

### Jean-Paul Betbèze

Bien sûr, il y aura d'autres faillites. La zone la plus fragile à l'heure actuelle est l'Espagne en raison de la bulle de l'immobilier. L'Irlande a pu régler ce problème, parce qu'elle était peu endettée. Elle a réduit le nombre de banques et accru la dette publique, en diminuant parallèlement les salaires et les retraites. Dans tous les pays, on s'oriente vers une baisse des salaires et des retraites et une hausse des prélèvements. Les banques vont connaître un mouvement de concentration, en Espagne avec les *cajas* et les *caixas*, en Allemagne avec les *Sparkassen*. Le système économique européen repose, pour son financement, sur les banques pour 80 % et sur le marché pour 20 %. Aux États-Unis, la situation est inverse. Notre problème principal est donc le renforcement et la consolidation bancaires.

### Ansgar Belke

Nos décisions en matière de réglementation bancaire ont également un impact sur l'Asie. En Corée comme dans d'autres pays, les liquidités disparaissent, que ce soit pour financer les échanges ou les produits de base. Il est difficile de trouver des solutions de substitution dans ce domaine. Le financement en dollars par le biais des banques japonaises a également un impact.

### Jean-Marc Vittori

Les États-Unis ont réussi à faire cesser le financement en dollars en provenance des banques européennes, ce qui a eu des conséquences dramatiques.

### Question

*Que pensent les banques des responsables politiques, et les politiques des responsables de banques ? Cette question en tarade plus d'un.*

### Mathilde Lemoine

L'avis des politiques sur les banques et des banques sur les politiques diffère selon les cas et il est libre. La question est trop générale pour avoir une portée

## QUEL MODÈLE DE CROISSANCE POUR L'EUROPE ?

économique. Elle recouvre, me semble-t-il, l'interrogation suivante : considèrerait-on que la crise bancaire en Europe n'a pas été résolue ? Cela justifierait la mise en place d'une supervision bancaire européenne dans le but d'assainir le secteur, en plaçant les actifs douteux dans des structures dédiées pour que les banques assainies puissent à nouveau prêter aux économies. C'est ce que les Européens ont décidé au mois de juin dernier. Reste à définir les modalités de la mise en œuvre de l'union bancaire.

### Question

*Le politique est-il trop frileux ?*

### Mathilde Lemoine

Nous connaissons une situation de crise grave, c'est entendu mais quelle est l'alternative ? Pour la France, l'enjeu est qu'à l'avenir, le gouvernement grec puisse, *via* le Conseil européen, contrôler le budget français. Pensez-vous que les parlementaires français vont accepter d'être contrôlés par des parlementaires grecs ? Il va certainement falloir du temps pour évoluer sur ces sujets de souveraineté sur lesquels les pays ont des approches plus que centenaires. Il est facile de comprendre que l'ensemble des populations a besoin d'être sûr que la consolidation de la monnaie unique est la bonne voie.

Le gouvernement espagnol tergiverse, ce qui se traduit par la hausse du chômage. Il pourrait agir autrement mais personne ne peut l'y contraindre. Cela doit rester un libre choix, pour un peuple, d'appartenir à la zone euro.

### Question

*Au cours de ce débat, le risque d'inflation a été écarté jusqu'en 2020. Qu'en pensent les Allemands ?*

### Ansgar Belke

Nous sommes plus prudents, même si nous admettons que l'inflation n'est pas un sujet à court terme. La BCE dispose d'outils techniques pour l'éviter. Mais ces mécanismes peuvent tout aussi bien échouer. Nous manquons de recul dans ce domaine. Le problème reste le niveau de la liquidité globale. Aux États-Unis, les politiques monétaires sont expansionnistes. La phase 3 de l'« assouplissement quantitatif » (*quantitative easing*) est ciblée sur le secteur de l'immobilier et sur le chômage que l'on considère comme lié à la demande



et non de nature structurelle. Au Japon et dans d'autres zones, le problème est de gérer l'afflux de liquidités provenant de pays en phase de croissance, *via* les taux d'intérêt et la balance courante.

Si tout le monde anticipe l'inflation et que l'on assiste à une reprise de la croissance, les effets peuvent alors être délétères. Les liquidités abondent et la question posée est celle des instruments qui pourront être mobilisés, notamment par la BCE, lorsque la conjoncture redeviendra favorable (obligations, augmentation des taux d'intérêt...). Il ne faut pas être particulièrement pessimiste mais nous manquons réellement de recul en matière d'absorption d'un afflux de liquidités.

### Claire Waysand

Le secteur bancaire a pris des risques excessifs pendant des années et cela nous a conduits collectivement dans une situation économiquement et socialement extrêmement coûteuse. Pour éviter des crises d'une telle ampleur dans les années à venir, il faut promouvoir un changement de comportement de la part des banques, par l'intermédiaire de mesures réglementaires et par une meilleure supervision. Il appartient aux gouvernements et aux autorités de régulation d'agir en ce sens. Une réflexion est en cours au niveau européen, avec le groupe Liikanen, mais aussi en France, pour éviter de tels excès à l'avenir, tout en assurant que les banques apportent leur soutien à l'économie.

D'aucuns affirment que nous manquons de moteurs de croissance. N'oublions pas que nous subissons une situation de retard de demande par rapport à notre potentiel. Nous pourrions enregistrer une croissance plus forte. Pour parvenir, nous devons trouver un chemin de sortie de crise de la zone euro. De ce point de vue, les événements survenus depuis l'été sont encourageants. Aujourd'hui, les ménages consomment moins qu'ils ne devraient compte tenu de la situation économique, et les entreprises investissent moins en raison d'un choc de confiance négatif qui pèse sur les uns et les autres – choc que l'on peut aisément relier au contexte de la zone euro. Résoudre la crise de la zone euro est aussi une manière de renouer avec la croissance.

Quant à la gouvernance de la zone euro, la France a toujours plaidé en faveur d'un gouvernement économique de la zone qui est l'une des voies de sortie de la crise. Cela signifie certainement une coordination accrue des politiques économiques. La crise en Espagne, en Grèce ou en Irlande montre que nous avons souffert d'un manque de coordination et non d'un excès

## QUEL MODÈLE DE CROISSANCE POUR L'EUROPE ?

de coordination, puisque nous avons laissé certaines économies diverger, ce qui impose aujourd'hui des cures d'austérité très coûteuses. Nous avons besoin de davantage de coordination. Je ne pense pas que cela signifie un abandon total de souveraineté. Il faut trouver un chemin d'équilibre entre les parlements nationaux et les instances européennes.

### Natacha Valla

En tant qu'observatrice des marchés, je constate que le processus décisionnel politique est intrinsèquement source d'aléa, lequel est une source majeure de profit pour les marchés. Par provocation, je pourrais dire que les marchés adorent l'incertitude car elle leur permet de spéculer. Cette source de profit peut être jugulée et très fortement réduite à condition que les agents politiques soient crédibles et dotés d'instruments et d'institutions solides. Les *hedge funds* ne manqueront pas de tester la crédibilité des opérations monétaires sur titres mises en place par la BCE.

### Question

*Confier une partie de notre souveraineté à l'Europe peut-il rassurer les marchés ?*

### Natacha Valla

Si cela permet de faciliter et de rationaliser les processus, oui. Les États ont besoin de financer leur économie ; il existe des excès d'épargne dans certaines parties du monde qui doivent être absorbés. Les banques et les marchés jouent ce rôle d'ajuster les besoins et les capacités de financement. Si l'on parvient à développer des instruments simples, ils s'avèrent utiles aux uns comme aux autres.

### Question

*Peut-on espérer la création des eurobonds à court et moyen terme et sous quelles conditions ?*

### Natacha Valla

Je suis pessimiste quant à leur apparition à court terme, en raison de la position allemande qui ne veut pas de transfert avant d'avoir obtenu des gages. L'*eurobond* est l'expression ultime d'un tel transfert puisqu'il correspond à un transfert financier automatisé. Les récentes décisions de la BCE et de l'Europe en matière de gestion de crise n'ont pas favorisé la naissance des *eurobonds*

mais ce n'est pas forcément une mauvaise nouvelle dès lors qu'un calendrier clair peut être élaboré.

### Ansgar Belke

Les *eurobonds* ne sont une solution qu'à très long terme. Le livre vert européen sur la faisabilité de l'introduction d'obligations de stabilité (novembre 2011) ne les évoque même pas. On réfléchit aujourd'hui à des garanties fondées sur les réserves d'or pour faire baisser les taux d'intérêt de certaines obligations. Si l'on considère les indicateurs de gouvernance suivis par la Banque mondiale, il est clair qu'il reste beaucoup de progrès à accomplir dans des pays comme l'Italie ou la Grèce pour asseoir la primauté du droit, la qualité de gouvernement, etc. Sans garantie dans ces domaines, sans une véritable confiance, les États et leurs électeurs, notamment dans le Nord de l'Europe, ne soutiendront pas ce type de solutions. Il n'est pas non plus certain que dans les pays du Sud, la population soit éternellement favorable au respect de la conditionnalité. Par ailleurs, si les *eurobonds* se traduisent par une augmentation des taux d'intérêt pour un pays comme l'Allemagne et par une baisse de taux pour un petit pays, le gain pour l'Europe n'est pas certain, alors qu'un tel outil a un coût. En période d'incertitude, mieux vaut procéder de façon incrémentale, en proposant des solutions de type crédit-relais.

### Question

*Quel excédent de croissance peut-on attendre d'une meilleure coordination des politiques économiques et d'une union des transferts en Europe ?*

### Mathilde Lemoine

J'ai montré qu'il existait aujourd'hui une prime de risque systémique liée à la survie même de la zone euro. Le bêta de marché est deux fois plus élevé actuellement qu'il ne l'était avant la crise. La sensibilité des variables européennes est le double de ce que l'on observe dans le reste du monde en raison de la crise de la zone euro. Si la prime de risque se réduisait d'ici la fin de l'année grâce à des gages d'intégration européenne accrue – acceptation par le chef du gouvernement espagnol d'une supervision bancaire européenne ou renforcement de la coordination budgétaire entre la France et l'Allemagne –, alors la croissance moyenne de la zone euro pourrait être supérieure de 1 point de pourcentage. Ainsi, la France et l'Allemagne échapperaient à la récession, ce qui ne sera pas le cas des pays du Sud confrontés à une austérité budgétaire sans précédent. En France, les hausses d'impôt vont peser sur le

## QUEL MODÈLE DE CROISSANCE POUR L'EUROPE ?

revenu disponible brut mais les dépenses sociales vont continuer de croître, ce qui soutiendra la demande. En contrepartie, le déficit courant se creusera encore un peu, ce qui n'est pas soutenable à moyen terme.

### Jean-Marc Vittori

En conclusion, trois points particulièrement frappants sont à retenir des interventions précédentes.

La difficulté de l'articulation entre court terme et long terme se confirme. Il faut à la fois sauver et rebâtir, assurer la survie de l'euro, relancer la croissance et gérer le passé. Cela représente un travail colossal pour les hommes et les femmes en charge de ces dossiers d'une complexité sans précédent. Rappelons-nous toutefois qu'aux États-Unis, à la fin du XVIII<sup>e</sup> siècle, c'est en fondant l'ensemble de leurs dettes dans un pot commun qu'un certain nombre d'États d'Amérique se sont réellement unis.

Car il existe des signes d'espoir. En Espagne, le rééquilibrage entre le secteur protégé et le secteur exposé est primordial. Pour un certain nombre de balances courantes, des déséquilibres extrêmes sont en passe de se résorber, au moins partiellement.

Enfin, nous ne ferons pas l'économie d'un débat sur la notion de démocratie. Tous les changements qui se préparent sont d'une ambition telle qu'ils devront, un jour où l'autre, être approuvés par l'opinion publique, par l'intermédiaire du référendum ou d'un vote des parlements. Les peuples accepteront-ils ces changements ?



**Vincent Chriqui**  
Directeur général  
du Centre d'analyse  
stratégique

## Clôture

**D**urant cette journée, nous nous sommes efforcés de décomposer la crise pour mieux la comprendre, en étudiant d'abord la situation de l'Europe face au reste du monde puis en nous concentrant sur la crise interne liée aux déséquilibres de la zone euro.

### Les moteurs de la croissance mondiale

#### *La nécessité d'une réindustrialisation*

Face à la concurrence des pays émergents, la capacité de l'Europe à se maintenir au niveau de technologie le plus haut, en conservant une certaine avance, est la clé qui peut lui permettre de viser un taux de croissance élevé. Pour cela, il lui faut préserver son industrie. Dans le cas de la France, particulièrement touchée par la désindustrialisation, comme l'a rappelé Patrick Artus, l'enjeu est plus aigu qu'ailleurs.

Pourquoi est-il si important de posséder une industrie ? La question a été posée par Louis Gallois. L'industrie est le secteur où se réalise l'essentiel de la R & D : en 2010, 82 % de la dépense intérieure de R & D s'est effectuée dans les branches industrielles. C'est aussi l'industrie qui détermine l'équilibre de la balance des paiements. Ce secteur reste en outre créateur d'emploi et les salaires y sont plus élevés que dans les services. Même dans une économie de services comme le sont les économies modernes, la place de l'industrie reste une question majeure. Sans position industrielle, il n'existe pas de stabilité économique globale.

## QUEL MODÈLE DE CROISSANCE POUR L'EUROPE ?

Un tel enjeu renvoie bien évidemment à la notion de concurrence des grands émergents, qui peuvent se rapprocher de la frontière technologique dans certains domaines, tout en conservant des avantages en termes de coûts. Les évolutions récentes ne confortent pas nécessairement cette thèse. Le salaire annuel moyen en Chine a été multiplié par quatre en douze ans. La progression est encore plus significative pour les travailleurs ruraux et migrants. La Chine a également réalisé des avancées majeures en matière de protection sociale. Le taux de couverture par une assurance santé est passé de 24 % à 94 % de la population entre 2005 et 2010, soit seize millions de personnes supplémentaires couvertes tous les mois. De telles évolutions ont des conséquences sur les coûts intérieurs et les grands équilibres macroéconomiques, puisque le défaut de protection sociale était l'une des explications du niveau élevé d'épargne et d'investissement en Chine. Enfin, le taux de change réel du yuan s'est apprécié de 30 % en dix ans. Pour l'Inde, la variation du taux de change n'a été que de 15 %.

Même si ces pays subissent une croissance de leurs coûts, qui n'est qu'un rattrapage pour le moment, les défis pour l'Europe demeurent considérables. Il est important de rester à la frontière technologique *via* une politique d'innovation.

### ***L'innovation et la R & D***

La politique d'innovation repose sur la R & D des entreprises mais aussi sur des économies suffisamment souples pour être capables de se réorienter en permanence sur les secteurs porteurs, soit sous l'effet du marché, soit en identifiant certains secteurs en croissance.

En termes de R & D, la France affiche un ratio de 2,3 % (par rapport au PIB). Il s'est redressé depuis 2007 mais reste inférieur au taux constaté dans de nombreux pays (Finlande, Suède, Japon, États-Unis, Allemagne). Un effort reste donc à accomplir. De plus, la part publique dans notre R & D est supérieure à celle de pays comme l'Allemagne ou le Japon. La France doit notamment relever le défi des relations entre la recherche publique et la recherche privée. Notre pays s'est mobilisé dans ce domaine avec les pôles de compétitivité, la création des instituts Carnot, la valorisation de la recherche publique. Les quatre axes principaux des investissements d'avenir sont :

- l'enseignement supérieur, la recherche et la formation ;
- les filières industrielles et les PME ;
- le développement durable ;
- l'économie numérique.

Uri Dadush a rappelé que l'économie numérique est l'un des facteurs principaux du développement car elle irrigue l'ensemble de l'économie. Ce secteur permet d'améliorer la productivité, y compris dans les services.

En matière de développement durable, Laurence Tubiana a souligné à quel point les investissements de la Chine étaient supérieurs à ceux de l'Union européenne. L'état de l'art des différentes technologies durables est dressé dans le rapport publié récemment par le Centre d'analyse stratégique sous la direction de Jean Bergougnoux<sup>1</sup>. Il y a là un gisement d'emplois et de productivité car à mesure que progresse la transition écologique, disposer de technologies économes en ressources dont le prix augmente devient un avantage crucial. En période de rareté des moyens publics, il est important d'investir sur des technologies dont le niveau de maturité permet une diffusion large et rapide, sans renoncer bien sûr à explorer les innovations de rupture.

### ***Déréglementation et mobilité***

L'innovation et la R & D ne sont pas les seules clés de la compétitivité pour nos pays. Paul van den Noord a beaucoup parlé de déréglementation et de mobilité du travail. Des études montrent que la faible mobilité au sein de l'Europe a des effets négatifs, notamment sur la taille des entreprises. Nous sommes loin des économies d'échelle que permet un marché comme celui des États-Unis. Nous avons également évoqué les secteurs protégés. Leur déréglementation a des conséquences sur la compétitivité de l'économie, notamment *via* l'inflation des salaires et des coûts, ce qui en fait un enjeu majeur, en particulier dans le secteur industriel.

### ***Comblent les écarts de productivité***

La crise a mis en lumière certains défauts de fabrication de l'Union économique et monétaire européenne. Pour la première fois, me semble-t-il, nous avons pu découvrir grâce à l'exposé d'Agnès Bénassy-Quéré un tableau synoptique de ce qui avait été prévu et de ce qui ne l'avait pas été. À l'époque, on a mis en avant les aspects positifs, notamment au niveau politique, sans vouloir prendre en compte les principaux risques, par exemple en matière de prodigalité budgétaire ou d'écart de compétitivité. Ces risques ont été escamotés, au nom d'une vision idéale des vertus de la convergence. On allait créer un grand

---

[1] Centre d'analyse stratégique (2012), *Des technologies compétitives au service du développement durable*, rapport de la mission présidée par Jean Bergougnoux, Paris, La Documentation française, [www.strategie.gouv.fr/content/rapport-des-technologies-competitives-au-service-du-developpement-durable](http://www.strategie.gouv.fr/content/rapport-des-technologies-competitives-au-service-du-developpement-durable).

## QUEL MODÈLE DE CROISSANCE POUR L'EUROPE ?

marché, le capital allait irriguer les zones périphériques moins productives où il serait le mieux employé, et progressivement, les niveaux de vie et de productivité devaient converger.

Les choses ne se sont pas tout à fait passées de cette façon. La polarisation est demeurée très forte. Les entreprises sont restées dans les zones les plus productives, où elles disposaient de leurs sous-traitants, où la main-d'œuvre était qualifiée, au centre de l'Europe. Finalement, l'intégration et la libre circulation des flux de capitaux ont fini par jouer en défaveur de cette productivité. Lorsque des flux de capitaux se sont dirigés vers les zones périphériques comme l'Espagne, ils n'alimentaient pas la production mais entretenaient des bulles comme celle de l'immobilier. Cette absence de rattrapage de la productivité accompagnant le rattrapage des coûts a contribué à l'aggravation des écarts de compétitivité.

Ces écarts peuvent se mesurer de différentes manières. Dans des pays comme l'Irlande ou l'Espagne, et dans une moindre mesure la France, la compétitivité s'est dégradée. En Allemagne, elle s'est améliorée. Au-delà de la compétitivité mesurée par les coûts, on observe une incapacité à corriger ce déficit de compétitivité par des politiques de différenciation ou d'innovation.

### Quelles solutions ?

L'Union européenne se trouve dans une situation globale préoccupante mais pas pire que celle des États-Unis. Nous subissons un malus parce que nous sommes une union de plusieurs pays dans des situations différentes. Cette situation suscite l'inquiétude des marchés liée à notre incapacité à trouver des remèdes d'ensemble adaptés.

#### ***Une intégration renforcée***

De nombreuses solutions ont été proposées depuis le début de la crise. Toutes reposent sur la même dialectique. Nous avons besoin d'intégration pour trouver des réponses, en particulier à la crise de la dette souveraine (fonds de soutien, mutualisation des dettes, etc.), mais certains pays, en particulier l'Allemagne, ne peuvent l'accepter qu'en échange de garanties sur la surveillance du fonctionnement des États membres. Nous avons, certes, accompli du chemin dans ce domaine mais il reste encore beaucoup à faire selon Jean-Paul Betbèze. Des efforts ont été réalisés pour mettre en place les mécanismes de soutien, en particulier le mécanisme de stabilité, validé par la Cour constitutionnelle de



Karlsruhe. Ils ont été complétés par le nouveau pacte budgétaire, fondé sur l'adoption de règles d'or nationales qui fixent un cadre pluriannuel. Chaque État doit se doter d'un cadre constitutionnel ou quasi constitutionnel pour atteindre l'objectif de 0,5 % de solde structurel.

Une telle évolution nous ramène aux débats qui nous agitaient lors de notre précédent colloque. Nous nous trouvons face à un dilemme. Nous devons exprimer clairement notre volonté de redresser notre situation budgétaire, tout en sachant qu'agir trop vite risquait de provoquer un ralentissement de la croissance. L'une des réponses à ce dilemme est la création d'un cadre de long terme, qui doit rendre crédible aux yeux des marchés notre volonté et notre capacité de redresser notre situation à moyen terme. Natacha Valla s'est demandé si notre *policy mix* n'était pas trop rigoureux. Agnès Bénassy-Quéré a, quant à elle, estimé qu'il n'existait pas de politique monétaire d'ensemble. Il faut à la fois que les règles budgétaires que se fixent les États soient crédibles et qu'elles aboutissent à une somme satisfaisante pour la zone euro.

### ***Préparer l'avenir***

Se doter de règles communes de long terme est également utile pour se prémunir contre les prochains épisodes de crise. Cela nous permettra de redresser notre situation budgétaire beaucoup plus rapidement. Une bonne partie des problèmes rencontrés aujourd'hui sont liés au fait que nous n'avons pas mis à profit les dernières périodes de croissance forte pour redresser notre situation. Si nous l'avions fait, les marges de manœuvre seraient aujourd'hui beaucoup plus satisfaisantes.

Par ailleurs, l'un des risques des ajustements budgétaires est qu'ils s'effectuent au prix d'une baisse des investissements publics. Dans l'ensemble de l'Europe, d'ici fin 2013, le niveau de l'investissement va passer de 3 % à 2 %, ce qui représente une évolution considérable, susceptible de nuire à notre potentiel de croissance en sortie de crise.

### ***Le rôle de la BCE***

Dans un contexte de crise, la BCE est un acteur de portée majeure par ses choix politiques et par les réponses qu'elle apporte aux inquiétudes de court terme. Natacha Valla a ainsi rappelé que pour les marchés, les décisions de la BCE ont beaucoup plus de poids que celles des États. Cette crédibilité tient aux ressources dont elle dispose et à sa capacité à prendre des décisions pour l'ensemble de l'Union européenne.

Toutefois, ces réponses ne peuvent constituer des solutions de long terme à la crise. Il faudra retrouver un jour ou l'autre un bon équilibre de *policy mix* entre politique budgétaire et politique monétaire. En outre, plus on recourt aux instruments de politique monétaire, plus ils perdent en efficacité.

### Conclusion

Quels sont les éléments qui permettront à l'Europe de sortir de la crise ? Plus on raisonne à long terme, plus les réformes structurelles sont importantes : marché du travail, marché des biens et services. Ces réformes font partie intégrante des « paquets » que les pays les plus en difficulté sont en train de présenter. Elles sont nécessaires mais on n'a sans doute pas prêté assez d'attention à la question des écarts de compétitivité et à la signification pour l'Europe d'une politique cohérente de résorption de ces écarts. On demande aux pays de la périphérie de mener des réformes assez dures pour améliorer leur compétitivité : modération salariale, réforme structurelle... Mais la compétitivité interne à l'Europe reste un jeu à deux acteurs, le centre et la périphérie. De la même manière qu'il n'existe pas vraiment de *policy mix* budgétaire d'ensemble en Europe, il n'existe pas non plus de vision globale d'un chemin de redressement des écarts de compétitivité. Or pour que la désinflation dans la périphérie porte ses fruits, il faut des politiques un peu inverses au centre de l'Europe. On peut penser à une politique d'euro faible. Toutefois, la question reste incertaine, sauf à considérer, comme l'a évoqué Agnès Bénassy-Quéré, que tout peut rester au centre, plus efficace, à condition que des transferts soient organisés vers la périphérie.

Cette question de la polarisation est au cœur des difficultés que nous connaissons aujourd'hui. Nous pensions aboutir à une convergence générale. Nous assistons au contraire à une polarisation de la production industrielle, notamment en Allemagne. Il est temps de se poser des questions sur l'évolution que doit connaître l'Europe pour que son modèle reste soutenable. L'Union européenne doit-elle intervenir davantage pour localiser l'industrie en périphérie, grâce à un usage différent des fonds structurels, ou au contraire pour compenser par des transferts la présence de l'industrie dans le centre et les écarts de compétitivité constatés ? Telles sont les questions clés qui se posent à nous, au même titre que celle de la souveraineté des États. Nous devons à présent tracer un chemin et trouver le bon équilibre au sein de l'Europe.

Pendant vingt ans, on a beaucoup évoqué la convergence en Europe, comme si cette convergence vers un même état de productivité, de compétitivité, de diversification et de développement économique était la seule forme que pouvait prendre le destin européen. Les institutions européennes telles qu'elles existent aujourd'hui ne produisent pas spontanément cette convergence. Il faut peut-être changer de vocable et parler plutôt d'équilibre, envisager une Europe harmonieuse ou fonctionnelle, en tout cas moins déséquilibrée. Il est difficile d'imaginer répondre à ce défi en imposant une souveraineté supranationale après l'Union économique et monétaire, car cela n'aurait pas de légitimité démocratique. En revanche, poser aujourd'hui les questions qui auraient dû être débattues au moment de la création de l'Union économique et monétaire relève de la responsabilité de nos gouvernants mais aussi de notre responsabilité à tous. Souhaitons que ce colloque y aura contribué.





# Annexes



## La croissance chez les grands émergents : convergences et tensions

Les pays émergents représentent aujourd'hui presque 40 % du produit intérieur brut (PIB) mondial – dont plus de la moitié provient des quatre géants, Chine, Inde, Brésil, Russie – contre 20 % il y a seulement dix ans : une croissance forte et, pour la première fois depuis des décennies, relativement stable a conduit à ce rattrapage impressionnant.

La convergence des pays pauvres vers les pays riches en termes de niveaux de vie est loin d'être mécanique. Cependant, certains d'entre eux, notamment parmi les "grands émergents", semblent entrés dans une dynamique de convergence accélérée, marquée par une transformation structurelle qui suppose une réallocation des facteurs de production vers les secteurs les plus productifs de l'économie. Ils se sont principalement appuyés jusqu'ici sur le développement du secteur manufacturier produisant des biens échangeables, car celui-ci converge vers la frontière technologique définie par les pays les plus avancés.

Le recours à une monnaie sous-évaluée, notamment en Chine, a été le principal instrument utilisé, mais il a ses limites. Les partenaires commerciaux, qui font face à la plus sévère crise économique de l'après-guerre, s'accommodent de moins en moins des déséquilibres globaux qui en résultent. Les pays émergents sont donc contraints de répondre à cette tension en accélérant la montée en gamme de leurs productions afin de moins compter sur la faiblesse de leur monnaie. Ils doivent également exploiter les marges de manœuvre disponibles pour stimuler la consommation domestique, même si cela nécessite d'affronter de nombreux obstacles institutionnels (modernisation du système financier, sécurité sociale, partage de la croissance...). Enfin, l'évolution des régimes politiques conditionnera l'insertion de ces pays dans la mondialisation des échanges.

### ▶ LES ENJEUX

La croissance des pays émergents leur permet de réduire l'écart de niveau de vie avec les pays développés. Un tel rattrapage suppose la réunion de nombreuses conditions dont certaines ne sont pas toujours bien identifiées.

Les “grands émergents” ont connu une croissance forte et durable marquée par une véritable transformation de leurs économies qui modifie profondément le commerce international et affecte l'économie tant des pays développés que celle des producteurs de matières premières ou des autres pays en développement.

Les stratégies de développement appliquées, si elles présentent des caractéristiques communes, résultent de dynamiques propres à chaque pays. L'analyse des mécanismes à l'œuvre éclaire les tensions qui apparaîtront à terme. Les réponses apportées par les responsables de ces pays dessineront les politiques économiques dans les années à venir.

### ▶ L'IRRUPTION DES PAYS ÉMERGENTS

Une croissance économique forte et soutenue dans quatre pays à l'origine de la notion de “BRIC”

La croissance très rapide, souvent à deux chiffres, de pays aussi peuplés est un fait sans précédent dans l'histoire économique et devrait transformer durablement l'économie mondiale. La part des pays émergents dans la population mondiale croît régulièrement pour atteindre aujourd'hui 85 %, tandis que leur part dans le PIB mondial s'est mise à augmenter sensiblement depuis le début du siècle : moins de 20 % dans les années 1990, 35 % en 2012 et plus de 40 % en 2015 selon les prévisions du Fonds monétaire international (FMI). Parmi les vingt pays qui domineront la planète en 2015 (qui représenteront à eux seuls 80 % du PIB mondial), dix seront des émergents.

Parmi ces émergents, les BRIC se détachent nettement. Avec plus de 40 % de la population mondiale, ils représentent à eux quatre, en 2012, presque 20 % du PIB de la planète, soit à peine moins que les États-Unis (qu'ils devraient d'ailleurs supplanter en 2015), et produisent à eux seuls 60 % du PIB des émergents. Au sein des émergents, c'est la Chine qui initie le décollage dans la deuxième moitié des années 1990, suivie, dans les années 2000, par les trois autres (*encadré*).





## Encadré 1

### “Émergents”, “BRIC”, deux concepts issus de la finance

Le monde est traditionnellement partagé en deux, depuis la chute du rideau de fer. D'un côté, une trentaine de pays sont dits “développés”, ou “industrialisés” : il s'agit des pays de l'Europe de l'Ouest, de l'Amérique du Nord, ainsi que l'Australie, la Nouvelle-Zélande et quelques pays d'Asie. Le reste, plus de 150 pays (et 85 % de la population mondiale), qui furent un temps les pays du “tiers-monde” selon l'expression d'Alfred Sauvy, puis “en développement”. Ceux d'entre eux qui ont connu une forte croissance sont désormais appelés pays “émérgents”.

Le terme d’“émérgents” s'est progressivement imposé ; c'est une convention qui s'est construite au croisement entre les institutions multilatérales et le monde financier. Ce sont les économistes de la Société financière internationale (SFI, membre du groupe Banque mondiale) qui, au début des années 1980, le proposent. À l'époque, la SFI mettait en place des portefeuilles d'investissement en actions spécialisés sur les pays en développement, et l'idée de parler d’“émérgence”, terme positif, devait permettre de mieux convaincre les investisseurs privés : les pays sont donc au départ des “marchés émergents”.

Aujourd'hui, le terme désigne les pays en voie d'industrialisation accélérée. Le glissement sémantique souligne l'importance de la finance dans la mondialisation mais, surtout, l'apparition du mot reflète que le secteur public, et particulièrement les institutions multilatérales, joue un rôle clé dans la définition des concepts du développement et de la mondialisation.

BRIC, pour sa part, est un concept marketing qui a réussi. Acronyme imaginé en 2001 par les économistes de la banque Goldman Sachs pour regrouper les quatre géants (Brésil, Russie, Inde et Chine), le concept est instantanément adopté par le monde de la finance dès la publication, en 2003, de l'article “Dreaming with the BRICs: The Path to 2050”<sup>1</sup>. Dans la foulée, les médias l'entérinent, puis le monde académique. Le monde politique et la toile institutionnelle mondiale l'adoptent, au point que se met en place une institution intergouvernementale informelle éponyme, un sommet des BRIC qui réunit annuellement, depuis juin 2009, les dirigeants des quatre pays (rejoints, en 2010, par l'Afrique du Sud, dans un groupe rebaptisé “BRICS”). Une notion issue du monde privé est ainsi devenue instance officielle intergouvernementale.

[1] [www.goldmansachs.com/our-thinking/topics/brics/brics-dream.html](http://www.goldmansachs.com/our-thinking/topics/brics/brics-dream.html).

Pour ce qui concerne le commerce mondial, les BRIC représentent également une part élevée des flux. Ils devraient, en 2015, réaliser 20 % de celui-ci, soit presque autant que la zone euro et plus que les États-Unis. La croissance en la matière est encore plus spectaculaire que celle du PIB : ces pays ne représentaient que 4 % des échanges mondiaux au début des années 1990.

En termes d'investissements directs, compte tenu de leurs perspectives de croissance, de leur position dans la chaîne de production mondiale, les BRIC reçoivent une part de plus en plus élevée des flux d'investissements directs, soit 16 % du total, dont près de la moitié pour la Chine. Ce pays est en effet le deuxième destinataire mondial des investissements directs, le Brésil, la Russie et l'Inde étant respectivement cinquième, huitième et quinzième. En outre, et la nouveauté est d'importance, les pays émergents sont désormais capables d'investir une partie de leur épargne à l'étranger, alors qu'ils avaient été, depuis plus d'un siècle, uniquement récipiendaires de capitaux issus des pays riches.

### （ Quelles ont été les conditions du rattrapage des BRIC ?

Après la Seconde Guerre mondiale, une vision optimiste du rattrapage a nourri les premières réflexions modernes sur la croissance économique<sup>1</sup>, alors qu'aujourd'hui seuls les BRIC, et hier seuls le Japon et la Corée, se sont distingués des autres pays pauvres. Dans un monde ouvert, avec libre circulation des biens et services, des idées, des mouvements de capitaux et des personnes, il n'y aurait, selon la théorie économique, aucune raison pour que certains pays se développent alors que d'autres restent à la traîne. Non seulement tous les pays en développement enregistreraient une croissance plus forte que les pays développés, avec donc rattrapage des niveaux de vie<sup>2</sup>, mais cette croissance serait suffisamment stable pour qu'elle s'accompagne de moins d'inégalité<sup>3</sup> entre les pays. Si toutes les conditions citées plus haut étaient réunies, il n'y aurait aucun obstacle au rattrapage des pays riches par

---

[1] Solow R. S. [1956], "A contribution to the theory of economic growth", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 70, n° 1, p. 65-94.

[2] On parle de  $\beta$ -convergence pour définir le phénomène de rattrapage des PIB/tête des pays les plus riches par les pays les plus pauvres.

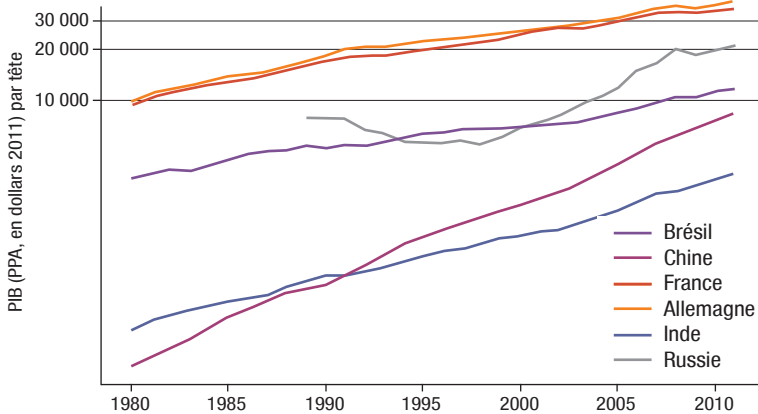
[3] On désigne par  $\sigma$ -convergence la réduction de la dispersion des PIB/tête entre les différents pays. Les deux concepts de convergence semblent proches, mais ils reflètent deux phénomènes différents. La  $\beta$ -convergence absolue manifeste l'existence d'une tendance à la réduction des écarts. Les chocs aléatoires affectant les économies nationales peuvent cependant contrecarrer cette tendance et accroître la dispersion de la répartition des PIB/tête. La  $\sigma$ -convergence se produit lorsque la  $\beta$ -convergence domine les effets de ces chocs aléatoires. Voir Le Pen C. [1997], "Convergence internationale des revenus : un tour d'horizon", *Revue d'économie politique*, p. 715-756.

les pays pauvres : ceux-ci emprunteraient un chemin de convergence absolue, indépendamment des caractéristiques structurelles (taux d'épargne, taux de croissance démographique ou niveau de capital humain) des pays concernés.

La réalité du développement économique s'est révélée plus complexe que le modèle ne le prédisait. Dans les faits, les pays riches tendent à le rester<sup>1</sup>, des pays jadis considérés comme quasiment développés déclinent pour rejoindre le concert des pays en voie d'industrialisation<sup>2</sup>, les pays pauvres tendent à rester pauvres. Seuls certains pays arrivent à s'extraire durablement de la pauvreté. Si le développement économique est conçu comme une croissance soutenue et régulière du produit intérieur brut, les BRIC entrent dans cette dernière catégorie (*graphique 1*).



**Graphique 1**  
**Évolution du produit intérieur brut par tête (PPA)**



Source : World Development Indicators, Banque mondiale

Pourquoi seuls les pays appartenant à ce “club de convergence” rattrapent-ils les pays développés ? Les pays pauvres ne peuvent rattraper que s'ils remplissent certaines conditions – on parle alors de convergence conditionnelle – qui leur permettent d'adopter les standards de production des pays développés. Cela

[1] Terre de la révolution industrielle, l'Angleterre a toujours su rester dans le concert des pays développés même si elle a perdu sa place de première puissance économique au profit des États-Unis au lendemain de la Seconde Guerre mondiale.

[2] À la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, l'Argentine était l'une des principales puissances économiques. Elle était jadis plus riche qu'un pays comme l'Italie, qui est aujourd'hui membre du G7.

suppose d'abord la présence d'institutions favorisant la meilleure allocation possible des facteurs de production que sont le travail et le capital<sup>1</sup>. À plus long terme, il est nécessaire d'accroître la productivité globale de ces facteurs en se rapprochant de la frontière technologique. Cela nécessite d'importants investissements en capital humain (éducation et formation de main-d'œuvre qualifiée) mais aussi en capital physique (investissement *via* l'épargne domestique ou les capitaux étrangers) pour enclencher un mécanisme de croissance endogène<sup>2</sup>.

Si l'on s'en tient aux statistiques exprimées en part de PIB (*tableau 1*) à des fins de comparaison, les BRIC épargnent autant que l'Allemagne et la France, voire beaucoup plus dans le cas de la Chine. En matière de dépenses d'éducation, leurs chiffres sont proches de ceux de l'Allemagne et de la France, sauf pour la Chine. Seuls les montants alloués à la R & D sont nettement inférieurs. Dans quelle mesure les taux d'épargne élevés (qui sont synonymes d'investissement), les dépenses d'éducation et les dépenses de recherche et développement ont-ils permis aux BRIC de rattraper en partie des pays développés comme l'Allemagne et la France ? Comme expliqué plus haut, ces investissements en capital physique et humain permettent de rattraper non pas le taux de croissance, mais le niveau de la productivité globale des facteurs du pays leader.



**Tableau 1**

### Paramètres structurels de l'économie (en % de PIB)

	Chine	Brésil	Russie	Inde	France	Allemagne
Épargne	44	17	285	28	20	22
Éducation	1,9	4,5	3,6	3,7	5,7	4,5
R & D	1,0	1,0	1,1	0,7	2,8	2,5

Source : *World Development Indicators, Banque mondiale*

La notion de frontière technologique<sup>3</sup> est illustrée sur le graphique 2 qui montre l'évolution de la productivité globale des facteurs pour ces mêmes pays. S'il existe encore des écarts notables en matière de frontière technologique, le rattrapage est là aussi indéniable<sup>4</sup>.

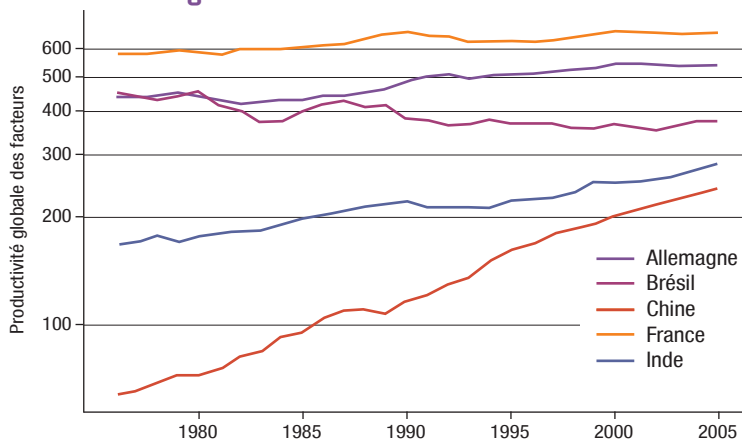
[1] Barro R. J. [2012], "Convergence and modernization revisited", *NBER Working Paper*, n° 18295.

[2] Voir Aghion P. et Howitt P. [1997], *Endogenous Growth Theory*, The MIT Press.

[3] La frontière technologique est l'ensemble des technologies (combinaison des facteurs de production) existantes les plus efficaces.

[4] Kose A. M., Prasad E. S. et Terrones M. E. [2009]. "Does openness to international financial flows raise productivity growth?", *Journal of International Money and Finance*, vol. 28(4), p. 554-580, juin.

Graphique 2  
Productivité globale des facteurs



Source : Kose, Prasad et Terrones (2009) et exploitation Centre d'analyse stratégique

Les faits présentés ici restent au niveau du constat. Les conditions permettant ce rattrapage, qui rappelons-le n'est pas réalisé par tous les pays en développement, doivent être détaillées. Le paradoxe de la convergence différenciée peut alors être en partie levé, en remarquant que la convergence de la productivité n'est absolue que dans les secteurs de l'économie exposés à la concurrence internationale.

➤ **DEPUIS LE DÉBUT DES ANNÉES 1990,  
DES STRATÉGIES DE CROISSANCE FONDÉES SUR LES EXPORTATIONS**

⌋ **L'inadéquation d'une solution purement libérale**

Selon la théorie néo-classique, une forte croissance peut être escomptée si les entrepreneurs investissent dans les nouveaux secteurs à potentiel élevé et si les facteurs de productions, capital et travail, sont alloués en priorité à ces secteurs. Ce processus ne peut s'opérer de façon naturelle et déboucher sur une allocation optimale des ressources, au sens de l'efficacité économique, que si les différents marchés fonctionnent correctement et renvoient aux différents acteurs les signaux-prix adéquats en guise d'incitation. Des marchés efficaces et des institutions performantes sont dès lors requis pour permettre le développement d'industries technologiquement avancées qui, plus que d'autres, ont recours à une forte division du travail et pour lesquelles le respect

des engagements contractuels (propriété privée, propriété intellectuelle, relation de crédit, etc.) est crucial. Les politiques orthodoxes de la libéralisation et de l'ouverture au marché mondial se révèlent souvent insuffisantes si ces conditions ne sont pas garanties.

Un tel optimum de premier rang n'est pas à la portée des pays en développement ou émergents. En effet, il nécessite l'instauration d'institutions nouvelles qui ne peuvent se résumer à des réformes réglementaires ou législatives. Un véritable changement institutionnel modifie les "règles du jeu", comprises au sens large comme les constructions cognitives qui façonnent les anticipations par les différents acteurs de l'action des autres<sup>1</sup>. En dehors de grandes crises, les institutions ne se modifient que très graduellement et les réformes peuvent être freinées par divers groupes d'intérêt si celles-ci affectent leurs positions. Les réformes institutionnelles d'ampleur sont largement inséparables des changements politiques. Il n'est donc pas surprenant que les appels aux réformes structurelles et au renforcement de l'État de droit, toujours vagues dans leurs préconisations, restent incantatoires tant l'agenda politique qu'elles impliquent est généralement irréaliste.

Une action réformiste aboutie est ainsi le résultat d'un processus complexe. Il s'agit d'identifier les moteurs de développement qui peuvent être activés, souvent par des politiques peu orthodoxes, afin d'améliorer les incitations à la production dans les secteurs à fort potentiel de rattrapage tout en ménageant les intérêts ou en "achetant" le soutien des différents acteurs capables d'entraver les réformes.

### Le rôle prépondérant des biens manufacturiers échangeables

Si la convergence au niveau macroéconomique est essentiellement conditionnelle, un type de convergence absolue<sup>2</sup> semble cependant empiriquement établi au niveau sectoriel. Dani Rodrik<sup>3</sup> montre que, depuis 1990, la productivité du travail dans le secteur manufacturier formel enregistre une convergence inconditionnelle. En outre, cette convergence est d'autant plus forte que les pays ont un niveau initial faible de productivité. Par ailleurs, cette convergence est plus élevée dans les industries éloignées de la frontière technologique. Enfin, ces résultats ne sont pas en désaccord avec l'absence de convergence à l'échelle de l'économie tout entière. En effet, la productivité économique peut

---

[1] North D. (1990), *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press.

[2] Il s'agit donc de  $\beta$ -convergence.

[3] Rodrik D. (2011), "Unconditional convergence", *CEPR Discussion Paper*, n° 8631.

stagner si la part de l'emploi croît dans les "mauvais" secteurs, où le potentiel des gains de productivité est faible, au détriment de ceux qui présentent des gains de productivité élevés. Ces secteurs regroupent essentiellement les industries manufacturières pour lesquelles il est plus facile d'activer le levier du rattrapage technologique et de se positionner face à la concurrence internationale.

 **Tableau 2**  
**Taux de croissance annuels de la productivité du travail, 1990-2005**

	Part due à la modification de l'allocation sectorielle du travail	Part due à l'évolution des productivités intra-sectorielles	Ensemble
Chine	0,99 %	7,79 %	8,78 %
Inde	0,99 %	3,24 %	4,23 %
Turquie	1,42 %	1,74 %	3,16 %
France	0,00 %	1,20 %	1,20 %
États-Unis	0,29 %	2,09 %	1,80 %
Brésil	0,25 %	0,70 %	0,44 %
Argentine	0,59 %	2,94 %	2,35 %

Note de lecture : le taux de croissance de la productivité moyenne du travail peut se décomposer en une part due à la réallocation de la main-d'œuvre entre les secteurs à productivité constante et une part due à l'évolution, généralement l'augmentation, des productivités dans chaque secteur pour une allocation de la main-d'œuvre donnée.

Source : McMillan et Rodrik (2011)

La capacité à orienter les facteurs de production vers les secteurs à fort potentiel de rattrapage et de croissance est un élément clé pour le développement des pays émergents. Elle assure, dans un premier temps, un certain rattrapage économique, même si elle peut également révéler ses limites à terme. En analysant des données sectorielles sur la période 1990-2005, McMillan et Rodrik<sup>1</sup> montrent que la Chine et l'Inde arrivent à développer les secteurs manufacturiers où la croissance de la productivité est élevée, au détriment

[1] McMillan M. S. et Rodrik D. (2011), "Globalization, structural change and productivity growth", *NBER Working Paper*, n° 17143.

## QUEL MODÈLE DE CROISSANCE POUR L'EUROPE ?

de l'agriculture, tout en bénéficiant d'un fort effet de rattrapage intra-sectoriel (*tableau 2*). En revanche, l'Argentine et le Brésil pâtissent du changement dans la composition de l'emploi qui s'oriente vers plus de services, notamment publics ; contrairement, par exemple, à la Turquie<sup>1</sup> qui, sans bénéficier d'un rattrapage aussi rapide que les pays asiatiques, récolte néanmoins les fruits d'une meilleure réallocation de l'emploi vers des secteurs à productivité croissante. Ainsi, même si la croissance de la productivité à l'intérieur des secteurs (1,74 %) n'est pas aussi soutenue qu'en Chine (7,79 %), en Inde (3,24 %) ou même en Argentine (2,94 %), cette réallocation (1,42 %) compte pour près de la moitié de la croissance moyenne de la productivité du travail (3,16 %). Les pays développés étant, quant à eux, à la frontière technologique, ils doivent se contenter de bénéficier de gains de productivité intra-sectoriels.

Le développement des industries à forte productivité se fait souvent dans un contexte où de nombreuses imperfections de marché sont présentes. Il existe ainsi des externalités positives d'apprentissage et de coordination qui peuvent justifier une intervention de l'État. Il s'agira alors d'assurer la diffusion des pratiques qui requièrent l'accumulation de savoir-faire et de connaissances communes à l'ensemble d'un secteur, et de coordonner l'investissement, afin de mobiliser suffisamment de capital pour lancer de nouvelles industries. Les asymétries d'information présentes sur le marché du crédit ou du travail peuvent également limiter l'émergence de nouvelles industries sans intervention étatique. Ainsi, la responsabilité limitée des entrepreneurs (et donc l'assurance imparfaite des investisseurs) peut contraindre ces derniers à abandonner des projets rentables faute de financement. Enfin, l'existence d'une prime salariale pour lutter contre le *turnover* (salaire de fidélisation) renchérit le coût du travail et peut donc restreindre la réallocation vers des secteurs nécessitant une main-d'œuvre qualifiée plus rare.

Dans toutes les *success stories* de l'après-guerre, les États ont joué un rôle central pour favoriser les industries naissantes. Différents instruments de politique industrielle ont été mobilisés, allant des subventions aux exportations à l'instauration de zones spéciales dédiées aux entreprises exportatrices (Chine), en passant par la protection des entreprises nationales (Brésil), la subvention du crédit et le soutien à l'investissement (Corée, Inde).

---

[1] L'Inde, la Chine et la Turquie font partie des rares pays, avec notamment la Thaïlande et l'Indonésie, pour lesquels la part de l'effet de composition dans la croissance de la productivité du travail est supérieure ou proche de 1 %. McMillan M. S. et Rodrik D. [2011], *op. cit.*



Les pays émergents ont néanmoins eu recours à un ingrédient commun, utilisé par exemple par le Japon ou la Corée du Sud : ils ont systématiquement pratiqué la sous-évaluation de leur monnaie<sup>1</sup>, moyen très sûr de subventionner les secteurs industriels exportateurs et donc leur croissance. Ainsi, la Chine, tout en intégrant l'Organisation mondiale du commerce, a substitué ses subventions directes aux industries exportatrices par un avantage-prix induit par la sous-évaluation du yuan. Autre avantage d'une monnaie sous-évaluée, limiter les écarts de rémunération entre secteurs exportateurs et secteurs traditionnels qui, s'ils étaient complètement fixés par le marché, créeraient des tensions telles qu'elles saperait la légitimité des réformes et de ceux qui les conduisent.

## Le “réveil des géants” chinois et indien

### ■ La Chine

Des actions originales et graduelles ont été mises en œuvre par les responsables politiques qui se sont succédé, pour faire face à des contraintes économiques et institutionnelles précises. Ainsi la Chine a-t-elle favorisé l'investissement et l'emploi<sup>2</sup> dans les années 1980 en développant des “Township and Village Enterprises” (TVE), associant dirigeants politiques locaux et entrepreneurs privés. Afin de marquer clairement son appui aux TVE, l'État leur octroyait un accès privilégié au crédit.

Dans les années 1990, la transition économique chinoise entame une nouvelle étape avec l'ouverture de l'économie aux investissements étrangers et la réhabilitation de l'entrepreneuriat privé dans la Constitution (l'amendement reconnaissant le secteur privé est une composante importante de cette mutation de l'économie). Le soutien étatique aux TVE prend fin, entraînant faillites et privatisations, mais les entreprises collectives survivantes donnent naissance à des *clusters* industriels. En outre, de nouvelles lois de décentralisation introduites dans les années 1980 avaient permis de lier les carrières et les moyens à la disposition des dirigeants locaux aux rentrées fiscales, au-delà d'un certain seuil

---

[1] Une sous-évaluation de 20 % correspondrait à 1,7 point de croissance chinoise supplémentaire selon Dani Rodrik (2008), “The real exchange rate and economic growth”, *Brookings Papers on Economic Activity*, The Brookings Institution, p. 365-412.

[2] L'emploi dans les TVE est passé de 28 millions en 1978 à un point haut de 135 millions en 1996. Parallèlement, la production des TVE a atteint 1 800 milliards de yuans en 1992 alors qu'elle n'était que de 49 milliards de yuans en 1978. Voir Naughton B. (2007), *The Chinese Economy: Transitions and Growth*, Cambridge, MIT Press ; Vogel E. F. (2011), *Deng Xiaoping and the Transformation of China*, Cambridge, Belknap Press of Harvard University Press.

contractuel. En tant que bénéficiaires résiduels, ces responsables avaient été ainsi incités à faire prospérer l'économie locale. Plus tard, la réforme fiscale de 1994 institue une séparation entre les administrations fiscales locales et nationales.

Le rétablissement du rôle incitatif du signal-prix s'est fait sans libéralisation généralisée de l'économie mais par l'adoption d'une libéralisation à deux vitesses<sup>1</sup>. Les systèmes de quotas et de prix régulés, hérités de la production planifiée, ont perduré pour les acteurs en place (producteurs rentiers et consommateurs rationnés) mais en permettant le commerce à la marge aux prix de marché ; toute nouvelle production est dès lors efficacement produite et allouée.

Par ailleurs, l'ouverture économique a été limitée aux zones économiques spéciales. Ces zones visent à accueillir l'investissement étranger pour développer une production destinée à être exportée aux conditions du marché mondial, tout en maintenant des restrictions sur les importations afin de protéger le marché intérieur.

### ■ L'Inde

La croissance indienne a souvent été attribuée à la libéralisation de l'économie illustrée par le démantèlement depuis 1991 de la licence Raj, un ensemble de réglementations instituées par Nehru, inspiré par la planification soviétique. En fait, le véritable décollage de l'économie indienne date de 1980, et la croissance a été plus soutenue au cours de la décennie 1980 que dans celle suivant le démantèlement de la licence Raj.

Le gain de croissance ou de productivité par tête a été de l'ordre de 3 points de pourcentage au tournant des années 1980, tandis qu'une faible baisse de 0,3 à 0,6 point a été enregistrée entre les tendances des décennies 1980-1990 et 1990-2000. Ce gain est attribué à un changement d'état d'esprit des dirigeants du Parti du Congrès à la suite de leur reconquête du pouvoir en 1980. Le gouvernement d'Indira Gandhi a ainsi adopté une politique "pro-business" bénéficiant d'une part aux industries manufacturières installées et, d'autre part, au secteur naissant de l'informatique et des télécommunications<sup>2</sup>. Cette attitude ne doit pas être confondue avec un virage "pro-market" dont auraient bénéficié consommateurs et nouveaux entrants. Elle a constitué au mieux en

---

[1] Qian Y., "How reform worked in China", in Rodrik D. (éd.) [2003], *In Search of Prosperity: Analytic Narratives on Economic Growth*, Princeton University Press, p. 297-333.

[2] Rodrik D. et Subramanian A. [2004], "From Hindu growth to productivity surge: The mystery of the Indian growth transition", *IMF Working Paper*, n° 04/7.

une libéralisation interne, celle plus ample de l'économie n'intervenant que dans les années 1990. Des investissements importants ont permis la poursuite du développement d'une industrie de services s'appuyant sur les nouvelles technologies de l'information et de la communication. Si la croissance a été soutenue dans l'ensemble des États de la fédération, il n'y a pas de convergence entre ces derniers. La formation de capital fixe dans l'industrie manufacturière, plutôt lente depuis 1960, s'est également accélérée depuis les réformes des années 1990. Une meilleure discipline budgétaire a permis de dégager des ressources pour financer des infrastructures qui restent néanmoins un des points faibles du pays.

Ces deux géants ont donc connu depuis le début des années 1980 un phénomène de convergence absolue dans certains secteurs manufacturiers de biens échangeables intenses en main-d'œuvre. Une convergence aboutie suppose cependant de développer d'autres secteurs plus intenses en technologie, en capital et en travail qualifié, mais moins susceptibles de connaître cette convergence absolue.

## ► LA SOUTENABILITÉ DE LA CROISSANCE DANS LES PAYS ÉMERGENTS

### La convergence, l'exacerbation des tensions et les risques de ralentissement

Les scénarios de croissance à long terme et de risque, à propos des grands émergents, sont essentiels<sup>1</sup>. Par nature prospectifs, ils combinent théorie économique et connaissance de l'économie réelle<sup>2</sup>. Les scénarios de risque mettent l'accent sur des situations d'équilibre précaire, parfois révélées à l'occasion d'un choc conjoncturel (dépendance aux matières premières, partage de la rente entre différents groupes sociaux ou ethniques, financement international de l'endettement local), parfois porteuses en elles-mêmes de leur propre fragilité (systèmes bancaires mal contrôlés, finances publiques déséquilibrées)<sup>3</sup>. Mais, en amont de ces exercices, se pose la question des tensions qui découlent de la poursuite des mécanismes structurels à l'œuvre.

[1] Voir, par exemple, Kousnetzoff N. (2001), *Croissance économique mondiale : un scénario de référence à horizon 2030*, CEPII.

[2] Voir, par exemple, Chauvin S. et Lemoine F. (2005), *L'économie indienne : changements structurels et perspectives à long terme*, CEPII.

[3] Voir, par exemple, Goldstein M. (2005), "What might the next emerging-markets financial crisis look like?", *IIE Working Paper Series*, n° 05-7.

Eichengreen B. *et al.*<sup>1</sup> ont tenté d'identifier les facteurs macroéconomiques affectant la probabilité d'un ralentissement de la croissance, compris comme une perte durable de deux points de croissance<sup>2</sup>. Ce ralentissement est d'autant plus probable que le PIB par tête dépasse 17 000 dollars américains<sup>3</sup>, que la réduction de la part de l'emploi manufacturier avoisine le seuil de 23 %<sup>4</sup> et que le revenu par tête du pays considéré s'approche de 58 % de celui du pays leader, en l'occurrence les États-Unis. Le ralentissement est également d'autant plus probable que les pays ont une monnaie sous-évaluée. En effet, si cette stratégie peut se révéler payante lorsqu'il s'agit de réorienter la main-d'œuvre du secteur agricole vers le secteur manufacturier exportateur au cours des premières étapes du développement, elle peut être un frein quand l'innovation devient plus cruciale. Or les pays ayant des monnaies sous-évaluées ont généralement des difficultés à les laisser s'apprécier, notamment parce que cela pénalise les secteurs exportateurs qui résistent à cette évolution<sup>5</sup>.

### Une monnaie sous-évaluée moins tolérée par les partenaires commerciaux

Une politique assumée de sous-évaluation a permis à la Chine d'accumuler d'énormes réserves de change, tandis que se creusait le déficit commercial américain, et de financer l'endettement des ménages et de l'État fédéral. Même s'il a toujours été de bon ton aux États-Unis de stigmatiser la sous-évaluation du yuan, la situation a longtemps pu convenir aux deux parties : *it takes two to tango*. La crise économique actuelle pourrait cependant créer des tensions nouvelles. En effet, la montée du chômage de masse aux États-Unis et en Europe rend moins tolérables les distorsions de concurrence induites par des monnaies sous-évaluées et pourrait alors conduire à des conflits commerciaux<sup>6</sup>.

---

[1] Eichengreen B., Park D. et Shin K. (2011), "When Fast Growing Economies Slow Down: International Evidence and Implications for China", *NBER Working Paper*, n° 16919.

[2] Plus précisément, il s'agit d'une perte de deux points de croissance qui perdure sept ans à la suite d'une période de sept ans où la production a crû de plus de 3,5 % par an.

[3] La Chine et l'Inde en sont loin avec respectivement un PIB par tête de 8 500 et 3 800 dollars. Mais la Chine pourrait atteindre ce niveau en 2015 si sa croissance est en moyenne de 9,3 % par an comme sur la période 1998-2007, ou en 2017 si sa croissance n'est que de 7 %.

[4] La part de l'emploi dans l'industrie manufacturière était de 11,3 % en 2002 (dernières données disponibles). La part actuelle doit donc s'approcher de cette valeur critique.

[5] Calvo G. A. et Reinhart C. M. (2002), "Fear of floating", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 107 (2) mai, p. 379-408.

[6] Ces conflits ont débuté à l'automne 2010 et sont désignés par l'expression *currency wars*.

La Chine a procédé à quelques réévaluations de sa monnaie, mais celle-ci reste largement sous-évaluée, quand bien même les observateurs divergent sur l'importance de cette sous-évaluation. La convertibilité du yuan et l'ouverture du compte de capital chinois permettraient la réduction de ces déséquilibres globaux. Cependant elles ne semblent pas d'actualité. En effet, les pays ayant ouvert leur compte de capital ont connu des crises sévères. Par ailleurs, le maintien d'un taux de change fixe nécessite l'imposition de contrôle sur les mouvements de capitaux. En effet, si les mouvements de capitaux sont libres, la pression qu'ils exercent sur le taux de change rend difficile l'ancrage nominal. Par conséquent, il n'est pas étonnant que les pays ayant des taux de change nominaux ancrés soient aussi ceux ayant des contrôles sur les mouvements de capitaux<sup>1</sup>. Cette attitude a été confortée par la crise financière de 1997. La Chine a, en effet, été le pays d'Asie qui a le mieux résisté. Cette résilience de l'économie chinoise s'explique entre autres par l'efficacité de ses contrôles sur les mouvements de capitaux entrants. Ces épisodes dramatiques de crise financière ne peuvent que tempérer la volonté de la Chine d'internationaliser sa monnaie.

La Chine permet aujourd'hui les échanges de réserves avec certains pays producteurs de matières premières (Argentine), elle développe des instruments financiers pour ses partenaires commerciaux asiatiques et autorise des entreprises fortement contrôlées à régler certains échanges en yuan *off-shore* sur la place de Hong-Kong. Elle ne semble cependant pas disposée à laisser flotter sa monnaie dans un futur proche. En effet, la faiblesse du secteur financier chinois est une des raisons qui expliquent le recours à la politique de sous-évaluation du yuan afin de favoriser un cycle long de l'épargne : une partie de l'épargne chinoise est investie en bons du trésor américain tandis qu'une part importante des financements de l'économie chinoise provient d'investissements étrangers dirigés vers les secteurs les plus productifs. Le mauvais fonctionnement du système financier, dont les institutions restent très liées au Parti communiste, contribue aussi au très fort taux d'épargne car il favorise l'autofinancement d'entrepreneurs locaux peu confiants dans ce système.

### **( L'enjeu de la montée en gamme**

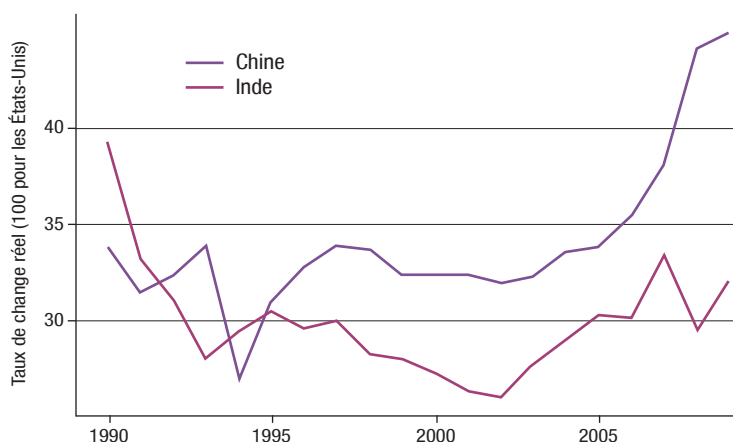
Si, sur le plan externe, cette stratégie de croissance fondée sur les exportations grâce à une monnaie sous-évaluée provoque des crispations avec les partenaires commerciaux, elle crée également des tensions internes. En effet, le partage

---

[1] Milesi-Ferretti G. (1998), "Why capital controls? Theory and evidence," in Eijffinger S. et Huizinga H., *Positive Political Economy: Theory and Evidence*, Cambridge, Cambridge University Press, p. 217-247.

des fruits de la croissance entre travail et capital induit un rééquilibrage du partage de la valeur ajoutée en faveur du travail. La hausse des coûts unitaires du travail<sup>1</sup>, de l'ordre de 25 % entre 1995 et 2005, détériore au fur et à mesure la compétitivité-prix de la Chine (*voir graphique 3*)<sup>2</sup>, quelle que soit la solidité de son ancrage nominal vis-à-vis du dollar. La stratégie de croissance fondée sur une monnaie sous-évaluée ne peut donc être qu'une solution transitoire.

### Graphique 3 Appréciation du taux de change réel de la Chine et de l'Inde



Source : Heston A., Summers R. et Aten B. (2011), Penn World Table Version 7.0, Center for International Comparisons of Production, Income and Prices at the University of Pennsylvania, juin

Par conséquent, à moyen et long terme, seule l'évolution de la structure des échanges assurera la pérennité des exportations des BRIC, donc de leur croissance. Actuellement prédominent les échanges de biens intermédiaires, vecteur important de division internationale du travail et d'investissement direct à l'étranger (IDE). Cette transformation du commerce est déjà à l'œuvre dans le cas de la Chine. Ainsi, depuis quelques années, le pays ne se contente plus de vendre des produits moins chers, il commence à vendre, mais aussi à importer, des produits caractéristiques d'un certain niveau de développement, comme le montre l'évolution de la composition des exportations chinoises

[1] Dullien S. (2004), "China's changing competitive position: Lessons from a unit-labor-cost-based REER", *UNCTAD Background Paper*.

[2] L'Inde laisse en partie flotter sa monnaie, donc les coûts du travail ne suffisent pas à expliquer sa perte de compétitivité.

en termes d'usage (*graphique 4*). Le fractionnement des chaînes de valeur, lié à la division internationale du travail, induit une baisse tendancielle des exportations de biens de consommation finaux, au profit des exportations de biens d'équipement et des pièces et composants.

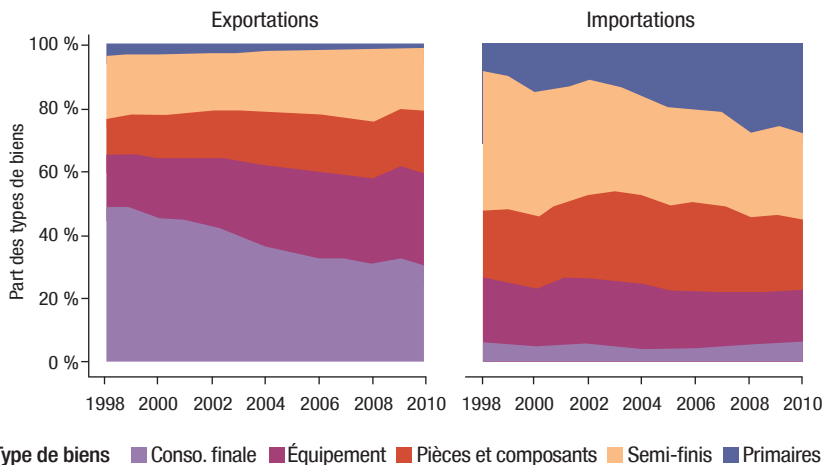
En outre, la Chine importe de plus en plus de biens intermédiaires, des pièces et composants en particulier, qui sont intégrés au processus de production. Ces deux évolutions – celle de la nature des biens exportés et celle des biens importés – sont en fait liées<sup>1</sup>. En important davantage de biens intermédiaires, les entreprises améliorent leur productivité compte tenu de la forte intensité technologique des biens utilisés. Cette montée en gamme augmente leur capacité à exporter.

Cette évolution, quantitative mais surtout qualitative, du commerce chinois offre une nouvelle perspective sur l'avenir des déséquilibres globaux. Au fur et à mesure que le pays exporte des produits de plus en plus sophistiqués, il a de moins en moins besoin d'utiliser son taux de change pour assurer sa croissance.



#### Graphique 4

#### Exportations et importations de la Chine en termes d'usage



Source : base BACI et exploitation Centre d'analyse stratégique

[1] Feng L., Swenson D. et Li Z. (2012), "The connection between imported intermediate inputs and exports: Evidence from Chinese firms", *NBER Working Paper*, n° 18260.

## QUEL MODÈLE DE CROISSANCE POUR L'EUROPE ?

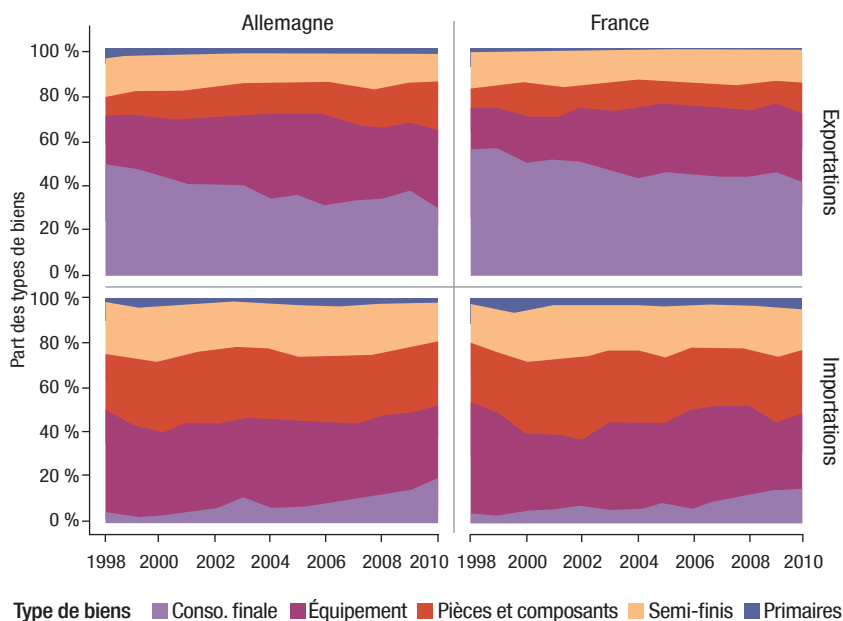
Le cas d'école, pour les pays développés, est l'Allemagne. Étant donné, d'une part, sa spécialisation dans les produits à forte valeur ajoutée et, d'autre part, la distribution sectorielle de ses parts de marché à l'international très diversifiée<sup>1</sup>, le pays arrive à vendre très cher ses produits à l'étranger tout en dégagant un excédent commercial, et cela malgré une monnaie surévaluée.

Cette stratégie aura des conséquences différenciées sur les partenaires commerciaux de la Chine en Europe. Si, en provenance de la Chine, la France et l'Allemagne ont à peu près la même structure d'importations (*graphique 5*), la nature de leurs exportations est différente, avec en France une prépondérance des exportations de biens de consommation finaux vers la Chine. La France risque donc de souffrir de cette montée en gamme si elle n'élève pas le niveau de sophistication de sa production.



### Graphique 5

#### Échanges commerciaux de la Chine avec la France et l'Allemagne



Source : base BACI et exploitation Centre d'analyse stratégique

[1] Fontagné L. et Toubal F. (2011), *Commerce de biens intermédiaires et compétitivité. Prospective du couple franco-allemand*, rapport pour le Sénat, CEPII, décembre.



## La consommation domestique comme relais de croissance

À court terme, le faible niveau de développement du marché financier ne permet pas à la Chine de flexibiliser son taux de change. En outre, la montée en gamme est un processus structurant mais graduel. Les pays émergents dans leur ensemble n'ont donc que la consommation domestique à leur disposition comme relais de croissance. Cette évolution est en partie naturelle. Plus un pays se développe, plus la structure de sa consommation se rapproche de celle des pays développés.

Par conséquent, la croissance économique, dans le cas de la Chine, dépendra davantage de la demande domestique et moins des exportations. Ce mécanisme est déjà à l'œuvre. Depuis la crise financière de 2007, la demande mondiale s'est contractée, réduisant les exportations chinoises. Les excédents commerciaux de la Chine sont passés de 7 % du produit intérieur brut en 2007 à 2 % en 2011. Aujourd'hui, c'est principalement la demande domestique qui soutient la croissance économique<sup>1</sup>. Comme par ailleurs une croissance de la part de consommation dans le PIB réduit la probabilité d'un ralentissement, au sens défini plus haut<sup>2</sup>, la Chine ne devrait pas freiner cette évolution et pourrait alors faire valoir ce regain de demande intérieure comme une contribution significative à la réduction des déséquilibres globaux.

Cependant, les évolutions démographiques contrastées, au sein des pays émergents, peuvent freiner la croissance de la consommation interne. Ainsi, la dynamique démographique chinoise devrait induire une diminution de la part de la population active et une forte croissance du ratio de dépendance<sup>3</sup> durant la prochaine décennie, augmentant ainsi la propension à épargner des ménages. Celle-ci procède de raisons structurelles comme l'absence de sécurité sociale qui favorise une épargne de précaution et une épargne retraite d'une population qui vieillit rapidement ; la politique de l'enfant unique a conduit à un déficit de jeunes filles, les hommes jeunes seraient donc amenés à sur-épargner pour accroître leurs chances de se marier<sup>4</sup>.

---

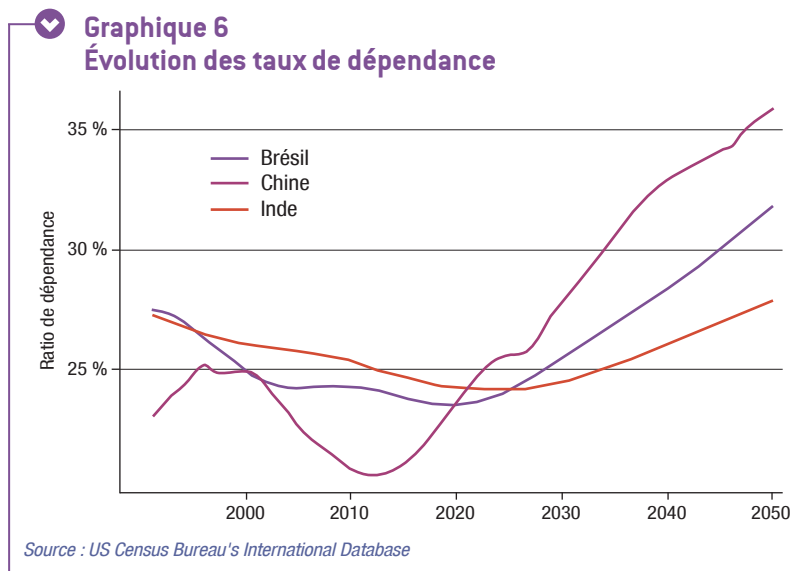
[1] Lemoine F. et Ünal D. [2012], "Scanning the ups and downs of China's trade imbalances", *CEPII Working Paper*, n° 2012-14, juin.

[2] Eichengreen B. et al. [2011], *op. cit.*

[3] Le ratio de dépendance est le rapport entre la population dépendante, les individus de moins de 14 ans et ceux de plus de 65 ans. Un faible ratio de dépendance réduit la probabilité de ralentissement de la croissance selon Eichengreen B. et al. [2011], *op. cit.*

[4] Wei S. J. et Zhang X. [2009], "The competitive saving motive: Evidence from rising sex ratios and savings rates in China", *NBER Working Paper*, n° 15093.

En revanche, la croissance indienne s'est accompagnée d'un essor de la classe moyenne et devrait bénéficier à plein du dividende démographique, c'est-à-dire de la réduction de la part de sa population dépendante, jusqu'en 2025 (*graphique 6*), et de l'accroissement de la part de sa population active.



La part du revenu consacré à la consommation est également essentielle pour assurer une source endogène de croissance, une fois atteint un certain niveau de développement. Elle suppose le développement d'une classe moyenne disposant de revenus suffisants pour consommer. Si la consommation des ménages en Inde atteint 54 % (en part de PIB), niveau comparable à celui d'autres pays à ce stade de développement, elle n'est que de 37 % pour la Chine.

### Des contraintes sur la dynamique de l'évolution institutionnelle

Les dynamiques institutionnelles qui ont accompagné la croissance indienne et chinoise devront inévitablement se renouveler sous peine de voir s'interrompre le rattrapage. En effet, les réponses apportées aux imperfections de marché et aux défaillances des pouvoirs publics, qui obèrent la capacité de ces économies à orienter les facteurs de production vers les secteurs les plus productifs, risquent d'être plus difficiles à mettre en œuvre, pour des raisons structurelles et pour des raisons d'économie politique tant internes qu'internationales.

La désindustrialisation accélérée de l'économie mondiale, au sens de la baisse de la part du travail dans les secteurs manufacturiers de plus en plus intenses en capital et en technologie de pointe, devrait limiter la possibilité du recours au secteur manufacturier. Comme ni les secteurs traditionnels, telle l'agriculture, ni les services ou le secteur informel ne présentent de gisements de productivité mobilisables, de nouveaux arrangements institutionnels devront être inventés. Ils devront à la fois permettre l'accroissement de la productivité dans les services publics, notamment l'éducation et la santé, les industries de services, et faciliter la mobilisation de larges capacités financières. Cela suppose des reconfigurations politiquement viables, capables de rallier des agents économiques qui tirent des bénéfices de la situation actuelle (privilèges, captation de rentes, etc.) ou de passer outre leurs blocages.

Par ailleurs, ces reconfigurations se faisant dans une économie largement mondialisée, les ambitions nationales affirmées dans des contextes politiques propres devront affronter les contraintes de la mondialisation. La Chine, où le rôle central joué par le Parti communiste devrait perdurer, et les démocraties indienne ou brésilienne s'inscrivent différemment dans ce schéma. La première pourrait plus facilement s'accommoder d'une ouverture toujours plus large à la mondialisation si elle réussit à réduire ses excédents commerciaux en stimulant sa demande domestique. Elle devra également engager des réformes d'envergure dans le secteur financier et créer un filet de sécurité sociale. Nombre de pays partenaires commerciaux ou concurrents ne pouvant se démarquer trop fortement du yuan, le rôle clé de la Chine sur le marché des changes pourrait alors être moins prégnant et donc moins critiquable. L'Inde, quant à elle, sera tiraillée, selon les enjeux, entre une certaine défiance pour les accords multilatéraux, sur les questions du changement climatique par exemple, et sa volonté de voir progresser la libéralisation des échanges dans le secteur des services. Le Brésil, lui, a su stabiliser sa monnaie et libéraliser son économie tout en soutenant certains secteurs clés. Mieux que l'Inde, proportionnellement, il a su réduire la pauvreté et assurer le développement d'une classe moyenne qui est un relais de croissance. Ses perspectives en termes de gains de productivité restent néanmoins faibles en comparaison des deux géants asiatiques. Enfin, si l'économie russe bénéficie pleinement de la mondialisation tant que celle-ci maintient les prix des matières premières, notamment des hydrocarbures, à un niveau élevé, cette dépendance reste néanmoins sa première fragilité.

### CONCLUSION

Les pays émergents ont effectué un rattrapage considérable en engageant de profondes réformes structurelles qui ont permis le développement d'une industrie exportatrice favorisée par une monnaie sous-évaluée. Les nouveaux défis ne manquent cependant pas.

▶ Il s'agira d'abord de continuer à bénéficier de la mondialisation des échanges en produisant des biens plus intensifs en haute technologie. Cela suppose d'innover, donc d'investir dans le capital humain, et de permettre le financement des activités de R & D afin de passer d'un mode de production qui mobilise plus "d'inspiration" que de "transpiration", pour reprendre les mots employés par Paul Krugman. La montée en gamme devrait permettre d'anticiper la concurrence déjà vive des pays à bas coûts (Viêtnam, Bangladesh) et de moins s'appuyer sur un taux de change favorable aux exportations.

Les pays émergents devront également activer des relais internes de croissance en relevant leur consommation domestique : de ce point de vue, chaque pays devra affronter des situations différentes en termes de démographie, d'infrastructures, de réforme des institutions et de redistribution des fruits de la croissance.

Même s'il est vraisemblable que les grands émergents connaîtront encore une croissance forte dans la décennie à venir, les défis qu'ils devront relever seront sensiblement différents de ceux qu'ils ont affrontés avec succès ces dernières années.

▶ **Mots clés** : BRIC, croissance, convergence, institutions, déséquilibres globaux.



Mahdi Ben Jelloul, Nicolas Meunier  
et Mouhamadou Sy, département Économie Finances



Septembre 2012  
n°286

# LA NOTE D'ANALYSE

Économie - Finances

---

## Convergence des économies européennes : vingt ans après

La convergence réelle entre les pays membres de la zone euro ne s'est pas réalisée comme le prévoient les travaux qui ont précédé l'adoption du traité de Maastricht. Si la crise des *subprimes* a déclenché celle de la dette souveraine, celle-ci tient pour partie à des facteurs liés à la mise en œuvre même de l'union monétaire. En particulier, les divergences dans les taux d'intérêt réels et les crédits au secteur privé expliquent une bonne part de la tendance vers plus d'hétérogénéité. Les coûts salariaux, souvent mis en exergue, ne représentent que l'une des causes de divergence, même si leur évolution traduit une perte d'avantage comparatif pour les pays de la périphérie. En outre, une polarisation des activités productives est bien à l'œuvre au sein de l'Union économique et monétaire (UEM) du fait de rendements d'échelle croissants et d'externalités liées à la constitution même du marché unique. Paradoxalement, les Fonds structurels en charge du développement des infrastructures ont pu accroître ces divergences en facilitant les échanges des pays du cœur vers ceux de la périphérie. L'afflux de capitaux dans les pays en rattrapage reste néanmoins indispensable si l'on maintient l'objectif de convergence. Dans cette perspective, les fonds structurels ou d'autres dispositifs similaires peuvent être un vecteur d'investissements productifs.

► LES ENJEUX

L'Union économique et monétaire s'est créée avec l'ambition de construire un espace économique européen harmonieux et de couronner ainsi la réalisation du marché unique amorcée en 1985. Cet objectif nécessitait au préalable le respect des critères de convergence définis dans le traité de Maastricht (1992).

► Les années 1990 ont été celles de la convergence des taux d'inflation, des taux d'intérêt et des taux de change dans tous les pays. Même si une certaine disparité des dettes et des déficits publics a persisté, les taux d'intérêt réels ont alors convergé très rapidement vers les taux allemands, les plus bas.

Les partisans de l'union monétaire tablaient sur l'abaissement des primes de risque (risque inflationniste, risque de change) pour assurer une convergence réelle<sup>1</sup> entre les pays membres. Associée à une liberté de mouvements des capitaux, la convergence nominale entraînerait une croissance des investissements productifs dans les pays jusqu'alors faiblement dotés en capital, d'où une hausse de la productivité et des salaires, tout en maintenant leur compétitivité et donc une stabilité de leur compte courant. Cette vision optimiste des conséquences de l'intégration a été celle notamment de la Commission européenne. Si l'on a pu constater dans les années 1990 un début de convergence réelle, avec notamment le rattrapage des pays de la périphérie de l'UEM, force est de constater que ce schéma n'a pas fonctionné.

Sans épuiser les explications de la crise que connaît la zone euro aujourd'hui, les divergences réelles y ont participé et se sont exacerbées. Quels sont les mécanismes à mettre en place pour protéger la zone euro et faire face à l'urgence de la situation ? Quel est en outre le prix à payer pour que cette convergence réelle se réalise ? À l'aune des réponses apportées aux deux questions, il s'agira de définir les instruments à mobiliser<sup>2</sup>.

---

[1] La *convergence réelle* désigne la convergence des structures de production, des cycles d'affaires et des grandeurs réelles comme la productivité et le taux de change réel. Par opposition à la *convergence nominale* qui désigne la convergence des grandeurs nominales comme les prix et les agrégats monétaires.

[2] En complément de cette *Note d'analyse*, voir aussi le Document de travail n° 2012-04 du Centre d'analyse stratégique.

## ➤ **AU DÉBUT DES ANNÉES 1990, LA COMMISSION EUROPÉENNE SOULIGNE LES AVANTAGES IMPORTANTS D'UNE UNION MONÉTAIRE, SANS EN NIER LES COÛTS POTENTIELS**

L'idée qui prévaut au début des années 1990, selon la Commission européenne, est que la convergence nominale favorisera l'investissement et la croissance<sup>1</sup>. Dans un espace économique où les taux de change sont irrévocablement fixés et où les taux d'inflation sont faibles et quasi similaires, les risques sont en effet plus faibles et les taux d'intérêt réels dans les différents pays membres convergent vers les niveaux les plus bas. D'autres auteurs, tel Winkler<sup>2</sup>, soulignent que ces critères de convergence nominale peuvent incarner l'engagement qu'une politique économique saine sera menée. Wyplosz<sup>3</sup> les interprète comme un facteur de stabilité : la monnaie unique ne sera stable que si ces critères de convergence nominale sont respectés.

Cette vision optimiste de la création d'une union monétaire entre pays européens se heurte cependant à au moins deux critiques. La première, issue de la théorie des zones monétaires optimales, souligne que les pays concernés ne remplissent que très peu les critères justifiant la constitution d'une union monétaire (*encadré 1*).



### **Encadré 1**

#### **Les critères d'une zone monétaire optimale**

La théorie développée par Mundell définit une zone monétaire optimale comme un ensemble de régions ou pays pour lesquels les bénéfices à constituer une union monétaire, donc à renoncer à l'utilisation du taux de change comme instrument de politique économique, l'emportent sur les coûts de l'absence d'union<sup>4</sup>.

Les principales conditions à remplir pour la création d'une union monétaire sont :

- le faible degré d'asymétrie des chocs économiques subis par les pays ;
- peu de disparité dans les réactions des pays membres face à un choc commun ;
- la forte mobilité des facteurs de production (travail et capital) et, plus généralement, l'efficacité des mécanismes d'ajustement.

[1] Communauté européenne [1996], *Premier rapport sur la cohésion économique et sociale*.

[2] Winkler B. [1995], "Reputation for EMU: An economic defence of the Maastricht criteria", *Working Paper*, European University Institute.

[3] Wyplosz C. [1997], "EMU: Why and how it might happen", *Journal of Economic Perspectives*, 11(4), p. 3-21.

[4] Mundell R. [1961], "A theory of optimum currency areas", *American Economic Review*, 51(4), p. 657-665.

La théorie des zones monétaires optimales sera plus tard affinée par les travaux de McKinnon<sup>1</sup> et de Kenen<sup>2</sup>.

Le premier met en avant un nouveau critère, le degré d'ouverture ou d'interdépendance des économies susceptibles de constituer une zone monétaire. Ainsi, pour les pays formant une union économique et monétaire, les économies réalisées en matière de coûts de transaction seront d'autant plus élevées que le commerce intra zone sera important. Kenen, quant à lui, pense que la diversification du tissu productif peut être considérée comme un critère permettant de constituer une zone monétaire. Selon cet auteur, un choc adverse de demande dans un secteur aura des répercussions peu significatives dans une économie à structure productive diversifiée, qui permet de substituer la mobilité intersectorielle à la mobilité internationale du travail. Il conclut que des pays aux productions diversifiées constitueront plus facilement une zone monétaire parce que les chocs asymétriques frappant chaque pays produiront des effets atténués.

La seconde critique, issue de la théorie de la nouvelle économie géographique (*encadré 2*), met en évidence certains effets pervers d'une union monétaire qui induit la polarisation des activités industrielles et le renforcement des inégalités entre les pays.



### Encadré 2

#### La théorie de la nouvelle économie géographique

La théorie de la nouvelle économie géographique montre que la réduction des coûts de transport incite moins les entreprises à se localiser près des consommateurs ; celles-ci réallouent plutôt leurs unités de production dans les zones où les économies d'échelle sont plus importantes. Cela favorise la spécialisation de ces régions, renforçant leur vulnérabilité face aux chocs asymétriques.

Ces idées sont reprises et développées, dans le cas d'une union monétaire, au début des années 1990. Krugman et Venables<sup>3</sup> montrent ainsi que l'élimination des barrières commerciales (qui peut être assimilée à une réduction des coûts de transport entre les pays) se traduit par une concentration de la production dans le centre, afin de tirer avantage des économies d'échelle et de l'accès facile aux marchés.

[1] McKinnon R. (1963), "Optimum currency areas", *American Economic Review*, 53(4), p. 717-725.

[2] Kenen P. (1969), "The theory of optimum currency areas: An eclectic view", in *Monetary Problems of the International Economy*, The University of Chicago Press, p. 41-60.

[3] Krugman P. et Venables A. J. (1990), "Integration and the competitiveness of peripheral industry", *CEPR Discussion Paper*, n° 363.



Krugman<sup>1</sup> et Puga<sup>2</sup> examinent, quant à eux, la répartition géographique des activités économiques entre deux régions à la suite d'une intégration économique ou d'une réduction des coûts de transport. Plus spécifiquement, ils analysent les effets induits par la réduction des coûts de transport en termes de concentration (agglomération) des activités économiques entre deux régions. Leur principale conclusion est qu'un pays qui s'ouvre au commerce international connaîtra automatiquement une plus grande spécialisation de son activité économique.

Un rapport préparé par la direction générale des Affaires économiques et financières (Commission européenne) tente alors d'évaluer, d'un point de vue académique, les coûts potentiels par rapport aux gains d'une union monétaire et conclut en justifiant l'option d'une mise en place de la zone euro. Le rapport Emerson *et al.*<sup>3</sup> et les débats qu'il a entraînés à l'époque<sup>4</sup> dessinent des lignes de force et cristallisent des oppositions qui, vingt ans plus tard, sont d'une actualité brûlante.

## ► LES CRITÈRES DE CONVERGENCE NOMINALE PRÉALABLES À L'UNION MONÉTAIRE, VECTEURS DE DIVERGENCE RÉELLE

Face à la difficulté d'assurer la convergence réelle dès le départ, le traité de Maastricht a mis en place les critères de convergence nominale dans l'espoir qu'ils engendreraient une convergence réelle. Cela supposait que, d'une part, la baisse des primes de risque et la liberté des mouvements de capitaux engendraient la convergence réelle et que, d'autre part, considérant le caractère endogène d'une zone monétaire optimale (Frankel et Rose<sup>5</sup>), la convergence nominale induisait la convergence réelle. En réalité, ces deux dernières décennies ont été marquées par certaines divergences réelles entre les économies.

[1] Krugman P. [1991], *Geography and Trade*, MIT Press.

[2] Puga D. [1998], "Urbanization patterns: European versus less developed countries", *Journal of Regional Science*, 38(2), p. 231-252.

[3] Emerson M. *et al.* [1990], *One Market, One Money. An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union*, European Economy, n° 44, Commission européenne.

[4] Paul Krugman y répondra dans son document de 1993, "Lessons from Massachusetts for EMU", in Torres F. et Giavazzi F. (eds), *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, Londres, CEPR and Cambridge University Press.

[5] Frankel J. A. et Rose A. K. [1996], "The endogeneity of the optimum currency area criteria", *NBER Working Paper*, n° 5700 ; Frankel J. et Rose A. [1997], "Is EMU more justifiable ex post than ex ante?", *European Economic Review*, 41(3), p. 753-760 ; Frankel J. et Rose A. [2000], "Estimating the effect of currency unions on trade and output", *NBER Working Paper*, n° 7857.

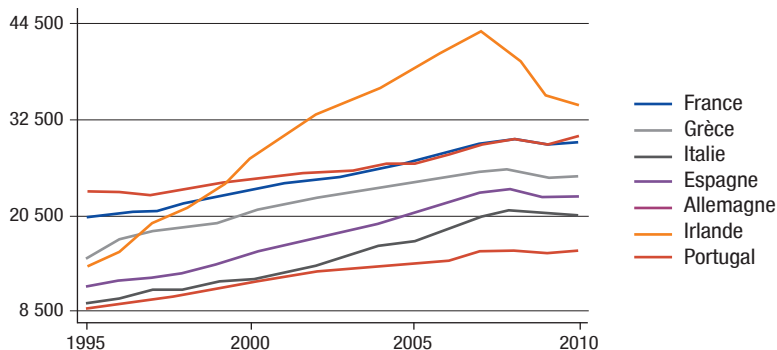
## QUEL MODÈLE DE CROISSANCE POUR L'EUROPE ?

Parmi ces divergences observées, il y a notamment la richesse par habitant, la productivité, les comptes courants et les crédits réels à l'économie dans les pays respectifs. La faible convergence réelle peut s'expliquer *a priori* par plusieurs facteurs, en l'occurrence l'insuffisance des transferts entre pays, une politique monétaire, les différences dans les dotations factorielles, dans les structures démographiques, pour ne citer que ceux-là. Sans entrer dans les détails, nous exposerons les aspects les plus importants de ces causes identifiées.

**En dépit d'une croissance assez forte dans les pays les moins développés de l'Union monétaire, les disparités de niveaux de vie et de productivité demeurent**

Le premier objectif, dès la création de l'Union économique et monétaire, a été d'en assurer un développement harmonieux, ce qui nécessitait une convergence des niveaux de vie, donc du PIB par habitant. Environ vingt ans après, que constate-t-on en termes de convergence ou de divergence des PIB par habitant ?

**Graphique 1**  
**Évolution (en euros) des PIB par habitant au sein de quelques pays, 1995-2010**



Source : Eurostat

Le graphique 1 illustre l'évolution de cet indicateur dans deux pays du cœur de la zone euro et cinq pays à la périphérie, entre 1995 et 2010. Il montre que la forte croissance des pays de la périphérie, jusque dans les années 2000, ne leur a pas permis de rattraper le niveau de vie des deux pays du cœur que sont la France et l'Allemagne. Seule l'Irlande, qui a affiché de forts taux de croissance jusqu'en 2007, a réussi à converger. Avant la crise financière, la croissance est restée forte dans les pays périphériques sans qu'il y ait eu, pour autant, rattrapage.

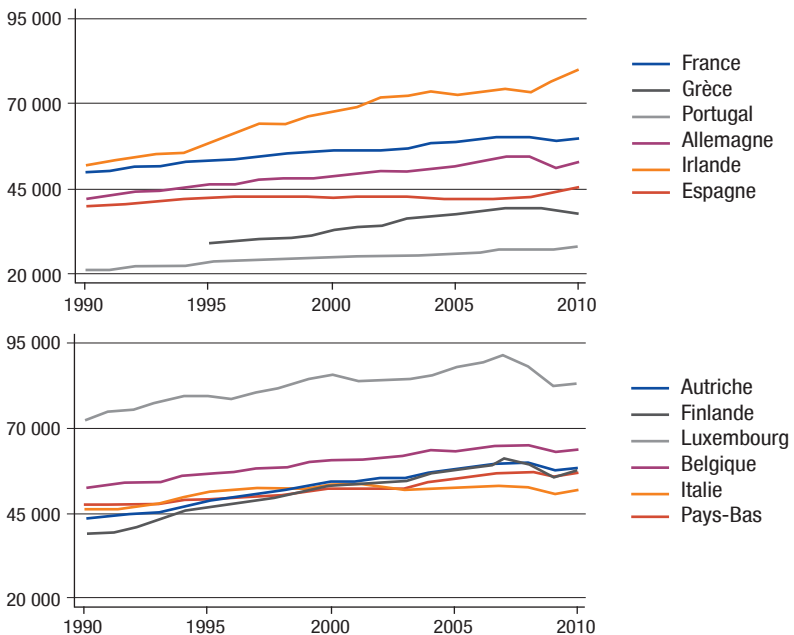
Cependant, l'absence de convergence du PIB par habitant est plus une conséquence qu'une cause. Elle révèle des divergences dans d'autres pans de l'économie, d'autres sources d'hétérogénéité. La première est celle liée aux écarts de productivité par tête. Le graphique 2 illustre l'évolution de la productivité par tête depuis le début des années 1990.

On remarque que les disparités sont flagrantes entre pays, en termes de productivité. Pour l'Espagne, la productivité se retrouve en dessous de la moyenne des pays européens.

Elle connaît une baisse entre 2004 et 2008 avant de renouer avec une amélioration à partir de 2009. De manière générale, son évolution dans la presque totalité des pays reste erratique, même si l'on observe une tendance haussière. Il paraît donc difficile de conclure à la convergence de la productivité au sein de la zone euro.



**Graphique 2**  
**Évolution (en euros) de la productivité du travail**  
**par personne employée, 1990-2010**



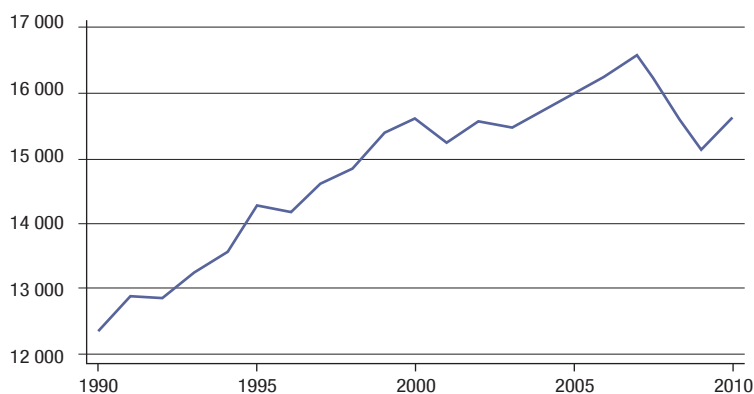
Source : OCDE

## QUEL MODÈLE DE CROISSANCE POUR L'EUROPE ?

Pour l'illustrer, une mesure synthétique des disparités en termes de productivité est construite. Il en ressort que ces disparités n'ont jamais cessé d'augmenter jusqu'à la crise : ni la monnaie unique ni les transferts entre pays n'ont réussi à freiner la hausse des divergences observées.



### Graphique 3 Évolution des disparités en matière de productivité par tête, 1990-2010



Note : nous utilisons l'écart-type pour mesurer les disparités dans le temps. C'est un indicateur qui, par construction, est toujours positif. Plus l'écart-type est grand, plus la dispersion est élevée.

Source : OCDE et calculs de l'auteur

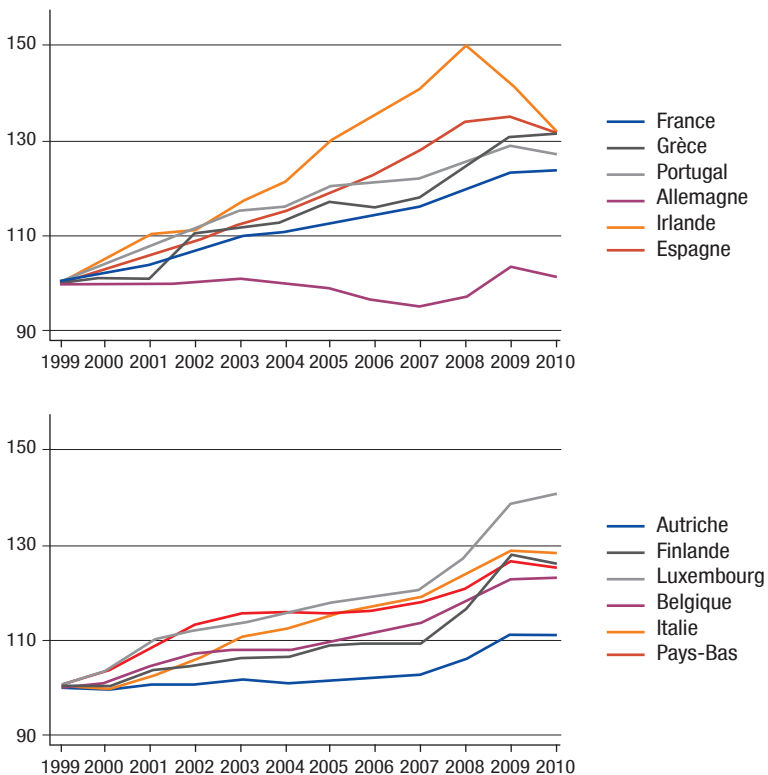
### Les évolutions de coûts du travail n'expliquent pas, à elles seules, les déséquilibres des comptes courants des pays membres de la zone euro

La deuxième source d'hétérogénéité est induite par les différences dans le fonctionnement des marchés du travail qui se traduisent par celles constatées dans l'évolution des coûts unitaires du travail. La Commission partait de l'idée que l'augmentation des salaires était soutenable si elle était conjointe à celle de la productivité. Le rapport Emerson montrait ainsi que la convergence des coûts salariaux, sans celle de la productivité, ne pouvait conduire qu'à des poches régionales de chômage. Avec la crise de balance des paiements que connaissent les pays de la périphérie, le débat

sur la convergence ou non des coûts unitaires du travail est remis au goût du jour. La position dominante impute les déséquilibres intra-européens aux divergences en matière de compétitivité. La Banque centrale européenne (BCE) va jusqu'à attribuer la cause de la crise aux divergences excessives et persistantes des compétitivités relatives. Que montrent les données ?



**Graphique 4**  
**Évolution des coûts unitaires du travail, 1999-2010**  
**(base 100 en 1999)**



Source : OCDE et calculs de l'auteur

Il existe une vaste littérature traitant de l'évolution des coûts unitaires du travail au sein de la zone euro. Il ne s'en dégage pas de consensus. Les conclusions sont très tributaires de l'année de base utilisée pour construire l'indice de

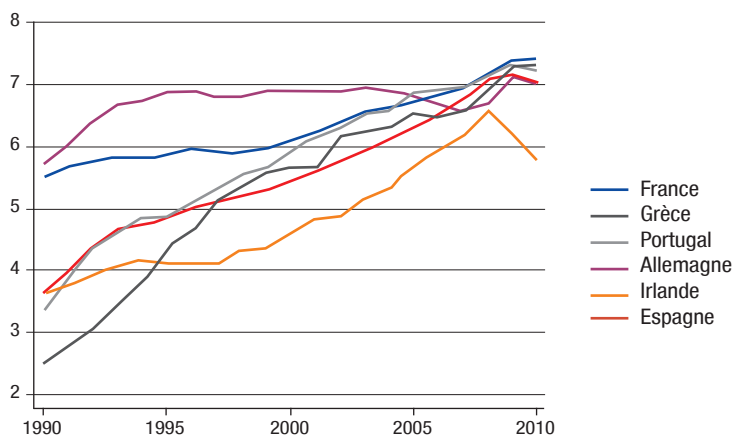
coûts unitaires du travail (Gros<sup>1</sup>). La plupart des études qui concluent à une divergence des coûts unitaires du travail (par exemple Artus<sup>2</sup>) utilisent l'année 1999, *i.e.* l'année de la création de l'Union monétaire, comme année de base. Leurs résultats sont reproduits dans le graphique 4 qui suggère qu'il y a eu divergence des coûts unitaires du travail. Cependant, une année de base différente modifierait les conclusions. Pour éviter ces problèmes, nous avons choisi les séries en niveau, *i.e.* non indicées.

Le graphique 5 illustre l'évolution en niveau des coûts unitaires du travail depuis le début des années 1990. Il ressort que sur la période de 1990 à 2010, les coûts unitaires du travail ont plutôt convergé, avec une accentuation de la convergence après le début des années 2000, *i.e.* après l'avènement de l'UEM. Dans la première section, nous avons montré qu'il y a eu une divergence des productivités au sein de l'UEM. Par conséquent, cette convergence en matière de coûts unitaires du travail reflète une forte progression des salaires dans les pays à productivités faibles.



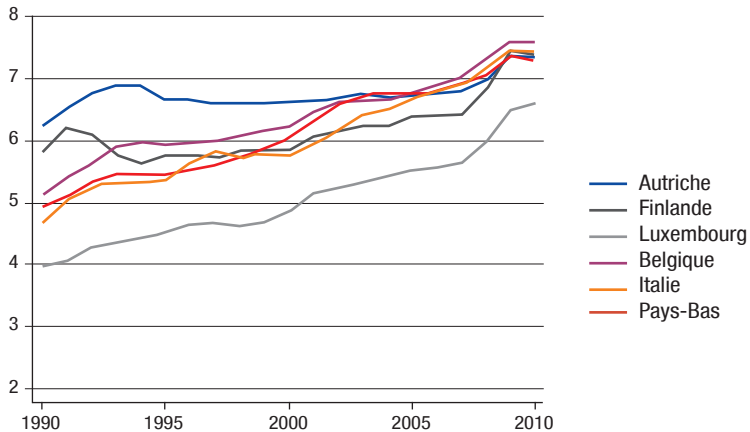
### Graphique 5

#### Évolution en niveau des coûts unitaires du travail, 1999-2010



[1] Gros D. [2012], "Macroeconomic imbalances in the euro area: Symptom or cause of the crisis?", *Policy Brief*, n° 266.

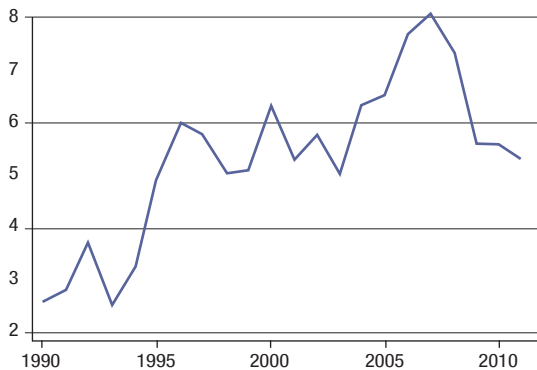
[2] Artus P. [2012], "Zone euro : l'erreur de conception est l'oubli de l'hétérogénéité structurelle ; elle peut conduire à l'éclatement de l'euro", *Flash économique*, n° 288.



Source : OCDE



### Graphique 6 Évolution des disparités en matière de soldes des comptes courants, 1990-2010



Source : WEO (FMI, 2011) et calculs de l'auteur

Comme en union monétaire l'ajustement par le biais du taux de change nominal n'existe pas, une divergence des coûts unitaires du travail peut induire des divergences dans les comptes courants. Nous pouvons observer, sur le graphique 6, l'évolution de la disparité des comptes courants au sein de la zone euro entre 1990 et 2010 : la disparité des comptes courants évolue en dents de scie tout en affichant une tendance à la hausse, jusqu'à la crise.

La politique monétaire commune induit des taux d'intérêt réels différents à l'origine d'un afflux de capitaux et d'une forte expansion du crédit dans certains pays souvent déstabilisatrice

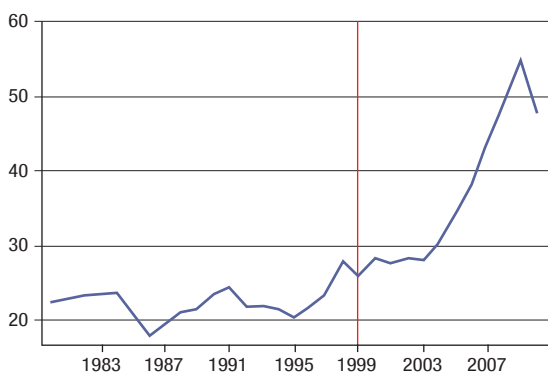
Comme souligné plus haut, il a été décidé par le traité de Maastricht que les pays de l'Union devaient, pour converger, disposer des mêmes taux d'intérêt nominaux et d'inflation. Les pays se sont donc astreints à cette condition durant la décennie précédant l'entrée en vigueur de la monnaie unique, période où l'on a enregistré effectivement de faibles niveaux d'inflation. La convergence des taux d'inflation et des taux d'intérêt nominaux a engendré celle des taux d'intérêt réels, pour certains pays de manière spectaculaire. Une fois la monnaie unique adoptée, l'hétérogénéité des taux d'inflation induite par les différences

dans les structures productives et dans les institutions a engendré des taux d'intérêt réels et, par conséquent, des crédits réels, divergents. Le graphique 7 illustre la hausse de la divergence dans les crédits réels à l'économie depuis l'avènement de la monnaie unique. Là aussi, l'infléchissement n'est apparu qu'avec la crise financière, à partir de 2007.



### Graphique 7

#### Évolution des disparités en matière de crédits alloués au secteur privé, 1980-2010



Source : WDI (BM, 2011) et calculs de l'auteur

Ce raisonnement peut être affiné pour expliquer les divergences de comptes courants à défaut de pouvoir les élucider uniquement par celles de coûts unitaires du travail. En effet, remplir les critères de convergence nominale était



la condition *sine qua non* pour adhérer à l'Union économique et monétaire européenne. En regroupant un certain nombre de pays qui avaient convergé sur le plan nominal, la Banque centrale européenne a pu imposer un seul taux d'intérêt – en se fondant sur le taux d'inflation moyen – à l'ensemble des pays membres. Mais, en réalité, la politique monétaire commune a engendré une divergence des taux d'intérêt réels et, par conséquent, d'autres divergences réelles sont apparues *via* les effets induits par ces taux d'intérêt réels divergents. En effet, en union monétaire, les pays ayant des taux d'inflation plus élevés que la moyenne ont, par définition, des taux d'intérêt réels plus faibles, tandis que ceux dont les taux d'inflation sont inférieurs à la moyenne ont des taux d'intérêt réels élevés. Cette hétérogénéité des taux d'intérêt réels induite par la politique monétaire commune est connue sous le nom de *critique de Walters*<sup>1</sup>. Elle stimule le crédit, provoque une hausse du taux d'investissement et une baisse du taux d'épargne qui dynamise l'activité et donc amplifie un rythme d'inflation élevé dans le premier groupe de pays, tandis que l'expansion du crédit est moindre dans le second. En principe, ce mécanisme est propice à une période de rattrapage pour les pays moins avancés. Un tel épisode doit en effet être transitoire si l'investissement réalisé met structurellement à niveau les différentes économies.

Cet argument est illustré par le graphique 8 qui montre le lien négatif très fort entre taux d'intérêt réel et taux de croissance moyen du crédit. Les pays périphériques ayant les taux d'inflation les plus élevés ont, de ce fait, les taux d'intérêt réels les plus faibles et par conséquent, les taux de croissance moyen du crédit les plus élevés. Entre 1999 et 2010, l'écart d'inflation entre le pays le plus inflationniste (Grèce) et le moins inflationniste (Allemagne) est de 1,74 point, ce qui a pu engendrer un écart de taux de croissance moyen du crédit de 11 points de pourcentage.

Ces divergences dans les taux de croissance du crédit, induites par les taux d'intérêt réels différents, ont engendré à leur tour une divergence des comptes courants.

En effet, ce crédit facile induit par la politique monétaire commune a stimulé la demande dans les pays périphériques, sans que celle-ci aille de pair avec la correction des écarts de structure de production.

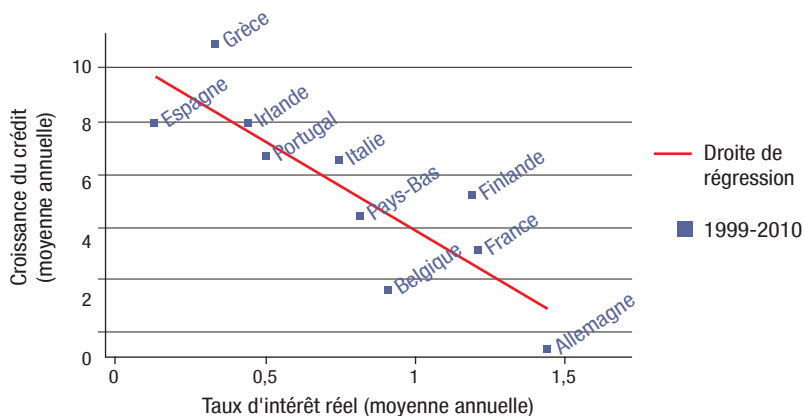
---

[1] Walters était conseiller aux affaires économiques auprès de Margaret Thatcher. Il a émis l'hypothèse que l'Union économique et monétaire pourrait être instable du fait que des taux d'inflation différents et la politique monétaire commune induiraient des taux d'intérêt réels différents.



### Graphique 8

#### Lien entre taux d'intérêt réel et taux de croissance du crédit



Source : OCDE, WEO, WDI et calculs de l'auteur

Cette hausse de la demande s'est traduite par une expansion de la construction en Espagne et en Irlande, tandis qu'en Grèce et au Portugal, elle s'est concrétisée par celle de la consommation ce qui, entre autres, a participé à la détérioration des comptes courants.

Ce raisonnement est illustré par le graphique 9 qui montre le lien négatif et fort entre taux de croissance moyen du crédit et déficit moyen du compte courant, entre 1999 et 2010. L'écart du taux de croissance moyen du crédit entre le pays où il est le plus élevé et le pays où il est le plus faible engendre un écart de déficit du compte courant de 10 points.

De plus, en imposant un taux d'intérêt unique à tous ses pays membres, l'union monétaire a introduit un autre canal, le taux de change réel, par lequel, la divergence des soldes des comptes courants est exacerbée au lieu d'être atténuée. Dans une union monétaire, les pays ayant les taux d'inflation les plus élevés ont mécaniquement les taux de change réels les plus surévalués, ce qui détériore davantage leurs comptes courants. La spirale inflationniste induite par l'hétérogénéité des crédits a pu contrecarrer les pressions à l'uniformisation des prix induite par la loi du prix unique.

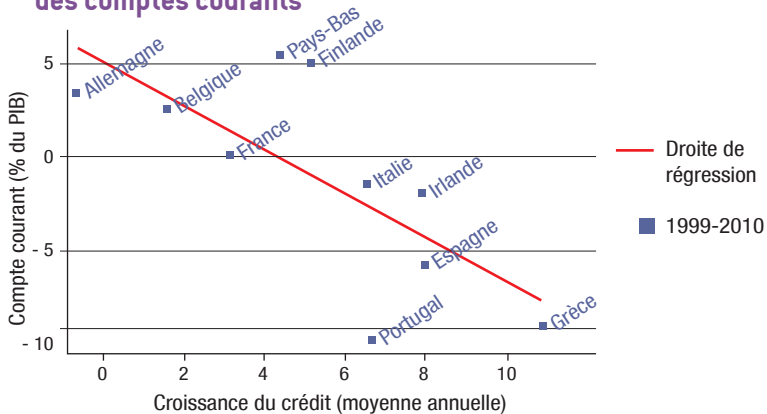
Cependant, la politique monétaire commune ne peut expliquer, à elle seule, toutes les disparités réelles observées pour la simple raison que la construction européenne ne s'est pas réalisée qu'à travers l'ancrage nominal. D'autres

facteurs cités plus haut tels que la différence dans les institutions nationales, l'insuffisance des transferts entre pays de l'Union, mais surtout les différences dans les spécialisations productives ont aussi joué un rôle.



### Graphique 9

#### Lien entre taux de croissance du crédit et soldes des comptes courants



Source : OCDE, WEO, WDI et calculs de l'auteur



### LA POLARISATION DES ACTIVITÉS ÉCONOMIQUES ET LE RENFORCEMENT DES DISPARITÉS TERRITORIALES ENTRE LES PAYS DE LA ZONE MONÉTAIRE, MALGRÉ LES FONDS STRUCTURELS EUROPÉENS

L'autre source possible de disparités au sein d'une union monétaire, étudiée dans le rapport Emerson *et al.* (1990), est l'agglomération des activités économiques. Ce phénomène irait à rebours des objectifs de développement d'un espace économique harmonieux. Le débat est intense, dès le début des années 1990. Krugman répond à ce rapport par un document intitulé *Lessons from Massachusetts for EMU* en 1993<sup>1</sup>. Son principal argument, qu'il oppose à la Commission européenne, est que la constitution d'une union économique et monétaire accentue la tendance des pays à se spécialiser en fonction de leurs avantages comparatifs. Ensuite se forment des phénomènes d'agglomération qui débouchent finalement sur une faible synchronisation des cycles réels. Un choc de demande est alors susceptible de rendre les pays plus vulnérables aux

[1] Krugman P. [1993], *op. cit.*

chocs asymétriques, avec des impacts variables, certaines régions étant plus affectées que d'autres.

Contre la position de Krugman<sup>1</sup>, la Commission européenne défend l'idée qu'un *investissement fort dans les régions peut assurer la convergence entre régions*<sup>2</sup>. Les politiques régionales, *via* les fonds structurels, peuvent affecter la croissance et la géographie économique des régions européennes et par conséquent le processus de convergence en Europe. Les forces de la spécialisation ont cependant été les plus fortes comme le montre cette section.

**Consciente d'une possible polarisation des activités économiques au sein de l'Union monétaire, la Commission européenne renforce le rôle des fonds structurels en faveur des régions défavorisées**

La réduction des disparités de niveaux de richesse entre régions fait partie des objectifs fondateurs de l'Union (article 158 du traité établissant la Communauté européenne). Le rapport Delors<sup>3</sup>, conscient des effets pervers potentiels induits par l'union monétaire, insiste sur le renforcement de cette politique régionale, assortie d'instruments financiers, afin de rééquilibrer le développement territorial et socioéconomique. La Grèce, l'Espagne et le Portugal se caractérisaient alors par de grandes disparités intérieures et un niveau de développement national très inférieur à celui des autres pays membres. Aujourd'hui, le budget alloué à la politique de cohésion territoriale (fonds structurels et fonds de cohésion) représente un tiers du budget européen (347 milliards d'euros pour la période 2007-2013), soit davantage que celui de la Politique agricole commune. À l'occasion des négociations sur le prochain budget européen se pose la question de son efficacité au regard du double objectif de croissance et de convergence qui lui est dévolu.

Il est certes difficile de mesurer l'impact de ces politiques structurelles. Pour autant, plusieurs faits méritent d'être mis en avant. D'une part, le mode d'allocation des fonds (qui prend en compte le niveau de PIB par tête du pays auquel appartient la région, et non le PIB de la région elle-même), assure une redistribution des ressources essentiellement entre individus d'une même

---

[1] *Ibidem*.

[2] Communauté européenne [1996], *op. cit.*

[3] Delors J. (1989), *Rapport sur l'Union économique et monétaire dans la Communauté européenne*.

région, comme le remarque Santos<sup>1</sup>. Par exemple, 81 % des fonds reçus par l'Espagne, bénéficiaire net des fonds structurels sur la période 2007-2013, provenaient de sa propre contribution et, sur ces 81 %, deux tiers des fonds dépensés dans une région étaient financés par cette même région. Les fonds structurels seraient sous cet angle uniquement un outil commun d'orientation des investissements régionaux.

D'autre part, si influence positive il y a, il semble que ce soient les régions qui étaient déjà développées qui en tirent le plus de bénéfices. Il existerait donc un paradoxe sur l'effet des fonds structurels si l'on se fie aux enseignements de la nouvelle économie géographique : l'amélioration des infrastructures de transport et de télécommunications (représentant, sur la période 2007-2013, 22 % des montants totaux des fonds structurels, soit le premier poste) dans les régions défavorisées a pu jouer contre elles, facilitant les effets d'agglomération. Un meilleur accès aux régions défavorisées induit une diversification de leurs sources d'approvisionnement et peut favoriser une plus grande concentration des structures de production dans les régions développées compte tenu des rendements d'échelle.

### En dépit des montants alloués aux régions, le phénomène d'agglomération des activités à forte valeur ajoutée s'est accentué

L'objectif de maximiser la croissance dans les pays membres, qui lui-même se justifie par la recherche d'une plus grande efficacité, s'est-il réalisé à travers la concentration spatiale d'activités économiques, conduisant elle-même à plus de divergence régionale ? Ces craintes entre ouverture au commerce international et modification des structures de production ne sont pas une spécificité européenne. Hanson<sup>2</sup> a par exemple souligné que la plupart des députés américains, issus de circonscriptions proches de la frontière mexicaine, ont fortement appuyé l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA), tandis que ceux qui étaient à proximité de la frontière canadienne étaient contre, par peur que les entreprises de leurs circonscriptions délocalisent vers le sud des États-Unis. Que met en évidence l'observation des faits dans la zone euro ? Existe-t-il un phénomène centrifuge des activités spécifique à l'Europe ? La spécialisation a-t-elle augmenté au sein des pays de la zone euro ?

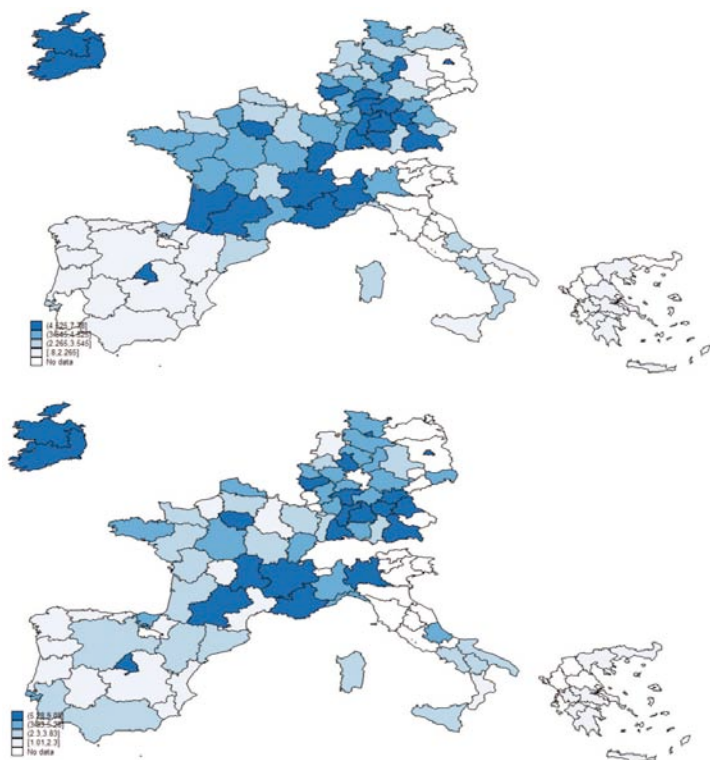
---

[1] Santos I. [2008], "Is structural spending on solid foundations?", *Bruegel Policy Brief*, 2008/02.

[2] Hanson G. [1998], "North American economic integration and industry location", *Oxford Review of Economic Policy*, 14(2), p. 30-44.

Le graphique 10 montre la concentration de l'emploi dans les secteurs de haute technologie dans deux pays du cœur (Allemagne et France), et dans cinq pays périphériques (Portugal, Italie, Irlande, Grèce et Espagne), en 1998 et en 2008.

Graphique 10  
Part de l'emploi dans les secteurs de haute technologie  
dans l'emploi total, 1998 et 2008



Note : la couleur la plus foncée représente les valeurs les plus élevées.

Source : Eurostat et calculs de l'auteur

Il ressort que l'emploi dans les secteurs à haute technologie est principalement concentré dans les deux pays du cœur de l'Union européenne, en particulier dans le sud de l'Allemagne, le sud-est de la France (la région Rhône-Alpes), le nord de la France (la région Île-de-France). L'Irlande, le centre de l'Espagne et

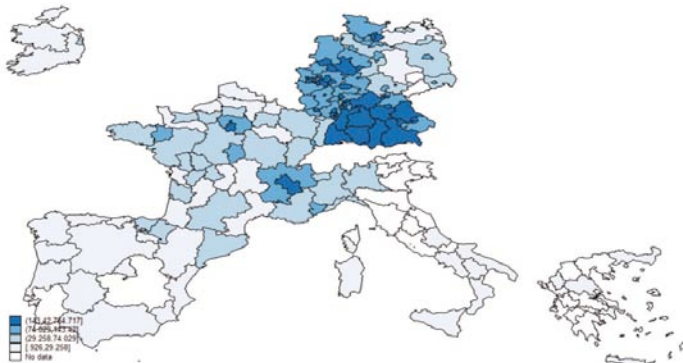
le nord de l'Italie sont les seules régions de la périphérie où il existe de forts taux d'emploi dans les secteurs à haute technologie.

Le graphique 11 montre la concentration, en 2009, des demandes de brevets par régions dans les pays cités *supra*. Là aussi, il ressort clairement que les demandes de brevets ont tendance à être plus concentrées dans les pays du centre, en particulier dans le sud-est et le nord de la France, et dans le sud de l'Allemagne. En matière de R & D, les pays périphériques, y compris cette fois-ci l'Irlande et le nord de l'Italie, semblent très loin des performances des pays du cœur de l'UE.



### Graphique 11

#### Part de la demande de brevets par régions dans la demande totale de brevets du pays, en 2009



Note : la couleur la plus foncée représente les valeurs les plus élevées.

Source : Eurostat et calculs de l'auteur

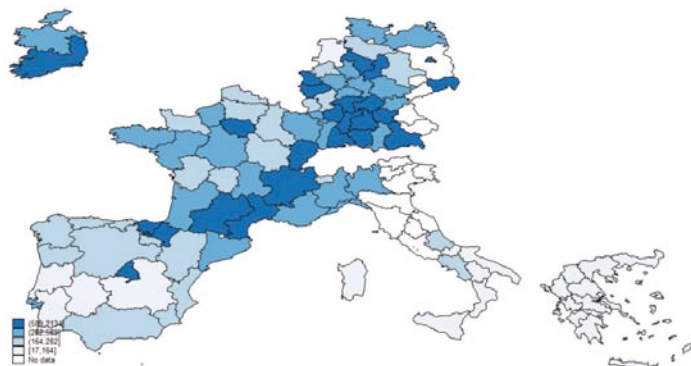
Le graphique 12 donne la concentration des dépenses en R & D pour 1995 et 2009, et montre là encore des effets d'agglomération au sein de l'UEM. Malgré les programmes de recherche mis en place<sup>1</sup> par la Commission pour aider les pays périphériques à contrecarrer cette concentration, les effets escomptés ne se sont pas produits.

[1] Commission européenne (1996), *op. cit.*



## Graphique 12

### Part des dépenses en R & D des régions dans les dépenses totales de R & D, 1995 et 2009



Note : la couleur la plus foncée représente les valeurs les plus élevées.

Source : Eurostat et calculs de l'auteur

Si ces graphiques illustrent qu'il existe de manière globale des effets d'agglomération très nets dans les pays du centre, au détriment de ceux à la périphérie de l'Union économique et monétaire, ils masquent de très fortes disparités à la fois à l'intérieur des pays et entre les pays. En effet, comme l'enseigne la théorie de la nouvelle économie géographique, ces phénomènes d'agglomération sont le résultat d'une spécialisation très forte des pays que nous allons maintenant étudier.



### L'accentuation de la polarisation pourrait s'expliquer par les différences en matière de spécialisation

L'analyse comparative de l'évolution de la spécialisation au sein des pays de l'Europe, notamment entre la périphérie et deux pays du cœur, est révélatrice d'une dynamique intéressante à maints égards. Sur un horizon temporel qui va de 1995 à 2007, et en optant pour une approche de la spécialisation en termes de production, apparaît effectivement une spécialisation sectorielle. En utilisant l'indice de Balassa<sup>1</sup> (Amiti<sup>2</sup>), nous avons estimé, pour les pays ci-dessus, la

[1] Soit  $B_{ij}$  l'indice de Balassa, on a :  $B_{ij} = (q_{ij}/q_j) / (q_i/Q)$  avec  $q_{ij}$  la production de chaque industrie  $i$  (d'après la classification de l'UE) dans chaque pays  $j$ ,  $q_j$  la production industrielle totale dans chaque pays  $j$ ,  $q_i$  la production industrielle  $i$  totale européenne,  $Q$  la production industrielle totale de toute l'Europe. Si l'indicateur est supérieur à l'unité, le pays est spécialisé dans la branche.

[2] Amiti M. (1998), "New trade theories and industrial location in the EU: A survey of evidence", *Oxford Review of Economic Policy*, 14(2), p. 45-53.

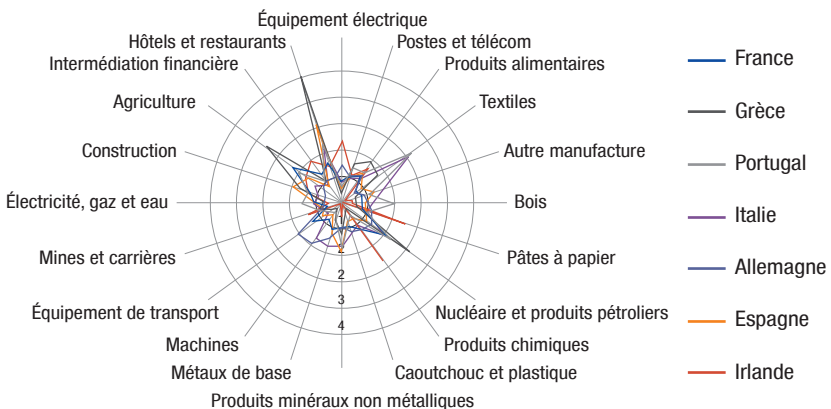


spécialisation de vingt secteurs (*graphique 13*). Les données proviennent de la base EU KLEMS (O'Mahony et Timmer<sup>1</sup>).

Après analyse des indices pour les vingt secteurs, il apparaît, que tous les pays périphériques sont plus spécialisés que la France et l'Allemagne. L'Allemagne et la France se déspecialisent, dans une moindre mesure, même si elles continuent de maintenir un certain niveau de production dans des secteurs à haute intensité technologique et en connaissances, et dans des secteurs industriels de pointe. Notamment, l'Allemagne reste le pays le plus spécialisé dans le matériel de transport et le secteur des machines. L'Espagne et le Portugal sont des cas délicats car même s'ils se spécialisent de plus en plus, ils ont un niveau de production inférieur à celui des autres pays de l'Union. L'Italie, l'Espagne et la Grèce ont une spécialisation poussée dans l'hôtellerie et la restauration ; l'Espagne est spécialisée dans la construction, plus que tout autre membre de l'UEM. La situation française corrobore celle déjà décrite par Amity<sup>2</sup> qui affirme qu'il y a une baisse de la spécialisation en France, quoique le niveau de spécialisation dans nombre de secteurs y reste supérieur à celui de la moyenne de la zone.



### Graphique 13 Comparaison de la spécialisation des pays de la périphérie et du centre en 2007



Source : EU KLEMS et calculs de l'auteur

[1] O'Mahony M. et Timmer M. [2009], "Output, input and productivity measures at the industry level: The EU KLEMS database", *Economic Journal*, 119(538), p. F374-F403.

[2] Amity M. [1998], *op. cit.*

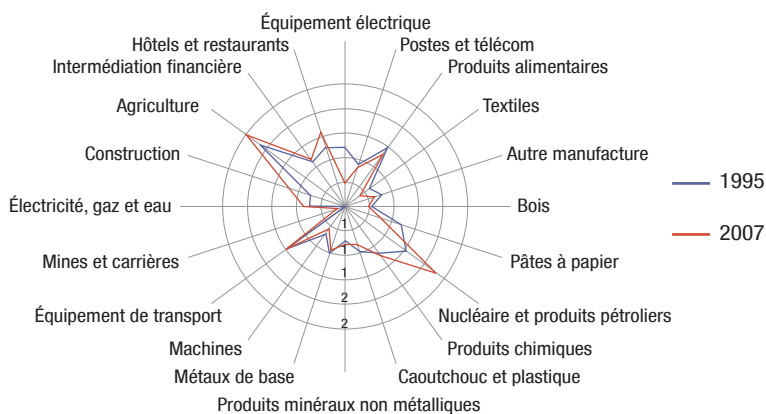
## QUEL MODÈLE DE CROISSANCE POUR L'EUROPE ?

Ces observations viennent corroborer et affiner les prédictions de Krugman selon lesquelles le marché unique européen pousserait les pays les moins avancés de l'Union vers davantage de spécialisation tandis que le cœur de l'Union se renforce et se diversifie. Il s'ensuit que les pays périphériques sont davantage exposés en cas de choc. Les politiques régionales, par le biais des fonds structurels, n'ont donc pas pu contrecarrer cette spécialisation qui s'est accentuée, avec ses effets pervers. Une analyse du comportement de chaque pays permet de mieux cerner certains détails qui n'apparaissent pas lorsqu'on se limite à l'observation simultanée des pays. Ainsi, pris séparément, il ressort pour la France et l'Espagne<sup>1</sup>, sur la période 1995-2005, plusieurs résultats qui méritent d'être examinés.

En France, il y a eu déspecialisation de certains secteurs au profit d'autres industries. Ainsi, le pays reste très spécialisé dans tout ce qui touche au combustible nucléaire et produits pétroliers. En ce qui concerne l'industrie chimique, l'agroalimentaire, les équipements de transport, la France reste très spécialisée, quoique son niveau de production ait légèrement diminué en 2007, comparé à 1995, pour les deux dernières industries. Au cours de la même période, la France observe un accroissement de son industrie hôtelière, indiquant une spécialisation grandissante dans ce secteur (*graphique 14*).



### Graphique 14 Spécialisation de la France dans 20 secteurs en 1995 et en 2007



Source : EU KLEMS et calculs de l'auteur

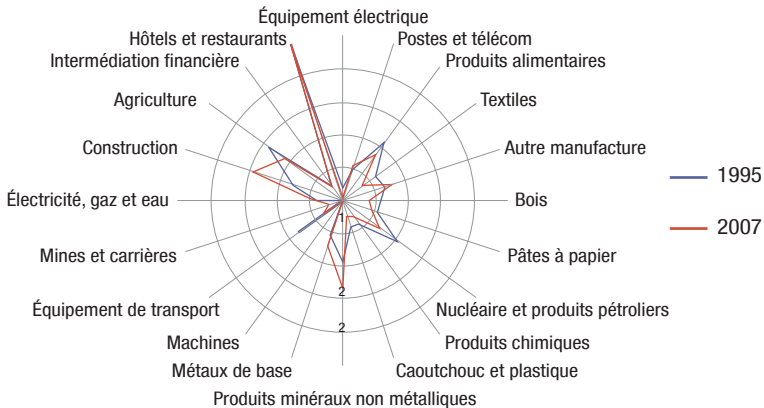
[1] Pour les résultats des autres pays, voir le *Document de travail* n° 2012-04 du Centre d'analyse stratégique.

L'Espagne, comme le Portugal, a abandonné plusieurs secteurs industriels pour se spécialiser dans certaines industries, notamment les produits minéraux non métalliques, l'industrie hôtelière, la restauration et principalement le secteur de la construction. Le ralentissement de la spécialisation dans certains secteurs tient au fait que l'Espagne s'en est progressivement désengagée pour se tourner vers le secteur de la construction entre 1995 et 2007. Le développement du secteur de l'immobilier et de la construction a sûrement induit celui de l'électricité, du gaz et de l'eau (*graphique 15*).



### Graphique 15

#### Spécialisation de l'Espagne dans 20 secteurs en 1995 et en 2007



Source : EU KLEMS et calculs de l'auteur

### ➤ CONCLUSION

De cette analyse, il ressort que les gains qu'apporte l'Union ne vont pas mécaniquement avec la convergence réelle des pays membres. La convergence nominale requise par le traité de Maastricht a plutôt produit une divergence réelle *via* son effet sur le crédit. Se pose alors la question de la politique monétaire adéquate pour l'UEM. Le risque de divergence nécessite de la part des autorités monétaires la possibilité de différencier les situations notamment en pilotant mieux l'octroi du crédit dans certains pays. Cela pourrait passer par une politique macro-prudentielle différenciée.

Par ailleurs, l'intégration économique a induit un phénomène d'agglomération des activités économiques dont les principaux perdants sont les pays de la périphérie. Les fonds structurels n'ont pas su contrecarrer ce processus. La prochaine négociation du budget européen sera peut-être l'occasion de revoir le rôle de ces fonds dont les montants se révèlent insuffisants pour un objectif d'homogénéisation. De plus, des critères explicites pour atteindre cet objectif pourraient être introduits dans les processus d'allocation. Les fonds structurels deviendraient ainsi un instrument dédié au rattrapage des niveaux de productivité des pays du cœur par ceux de la périphérie.

- **Mots clés** : convergence nominale, divergence réelle, zone monétaire optimale, polarisation des activités.



Mouhamadou Sy,  
département Économie Finances<sup>1</sup>

[1] L'auteur tient à remercier Thomas Brand, Rémi Lallement, Céline Mareuge et Jean-Paul Nicolai pour leurs excellentes remarques sur les versions successives de cette note.

## Une analyse des stratégies de désendettement public

Sur le plan des politiques économiques, l'une des conséquences de la crise financière amorcée en 2007 est de réaffirmer l'intérêt de la politique budgétaire comme instrument contracyclique. Toutefois, cette stratégie semble aujourd'hui soumise à des injonctions paradoxales.

Après la mise en place d'importants plans de relance budgétaire en 2008 et 2009, la tendance est clairement à la réduction des déficits pour faire face à la montée de l'endettement public et au risque de hausse des taux d'intérêt. Pour autant, depuis 2011 et surtout 2012, certains économistes s'interrogent sur le rythme de mise en œuvre des politiques d'ajustement, eu égard à leur impact sur les perspectives de croissance.

Pour faire le point sur cette controverse, il convient de prendre en considération les spécificités de la période actuelle, compte tenu en particulier du désendettement privé prolongé. Dans ce contexte, une réduction trop rapide des déficits peut présenter des inconvénients. Cela ne saurait pour autant remettre en cause l'objectif de long terme de désendettement public afin, notamment, d'éviter une perte de confiance dans la capacité des États à maîtriser leurs finances publiques et, par voie de conséquence, l'augmentation des taux d'intérêt.

Les expériences historiques montrent ainsi que la résorption des dettes publiques, par exemple celles héritées de la Seconde Guerre mondiale, était étalée au moins sur une décennie, et soutenue par des taux d'intérêt réels négatifs et une croissance forte. Ces deux leviers étaient actionnés *via* plusieurs instruments de régulation financière et d'importants investissements publics, qui pourraient être mobilisés dans les stratégies actuelles de désendettement public en Europe.

### ▶ LES ENJEUX

Les perspectives favorables de croissance et la crainte de la montée des taux d'intérêt début 2010 ont amené les décideurs publics à mettre en place des programmes d'ajustement budgétaire en fonction des niveaux atteints par l'endettement public.

▶ Néanmoins, le processus de désendettement privé, qui se prolonge aujourd'hui encore, ainsi que des taux de chômage élevés justifient le maintien de soutiens publics à l'activité. Il s'agit donc de définir un chemin d'équilibre où le désendettement public reste un objectif central tout en évitant les inconvénients d'ajustements budgétaires trop rapides.

### ▶ LE RÔLE SPÉCIFIQUE DE LA DETTE PUBLIQUE EN SITUATION DE DÉSENDETTEMENT PRIVÉ

Le désendettement privé enclenché en 2009, un processus lent et de long terme

Le processus de désendettement (*deleveraging*) auquel sont soumises les économies à la suite de la crise financière, toujours à l'œuvre aujourd'hui, pourrait durer encore longtemps<sup>1</sup>. Après la chute du prix des actifs, la baisse prolongée des forts taux d'endettement privé dans les pays au cœur de la crise financière vient ainsi amputer la croissance et retarder d'autant le retour à des niveaux jugés plus soutenables. Cette baisse joue à travers deux canaux principaux. D'une part, les ménages (et dans une moindre mesure les entreprises), dans les pays qui ont connu un éclatement de la bulle du crédit, réaugmentent durablement leur taux d'épargne jusqu'à ce qu'un nouvel équilibre soit atteint, ce qui déprime l'activité. D'autre part, les bilans fragilisés des institutions financières limitent leur capacité à fournir de nouveaux crédits pour des investissements productifs.

---

[1] Le levier (*leverage*) désigne la part de la dette dans le bilan d'une institution, qui s'accroît généralement dans les phases d'euphorie boursière (l'endettement peut augmenter la rentabilité tant que le taux d'intérêt est inférieur au taux de rentabilité espéré). Le *deleveraging* correspond par conséquent à une diminution de la dette et/ou une augmentation des fonds propres et une plus faible prise de risque après une correction sur le marché des actifs. Il faut remarquer que le levier peut initialement s'accroître en même temps que la valeur des actifs baisse, malgré les efforts des agents pour réduire leur endettement, ce qui est caractéristique d'une déflation financière. Voir Aglietta M. et Rebérioux A. (2004), *Dérives du capitalisme financier*, Paris, Albin Michel, et Aglietta M., Bayik N. et Brand T. (2011), *Quelle évolution des dettes publiques ?*, rapport pour la Caisse des dépôts et consignations.

Comme l'indique le graphique 1, les pays qui ont connu les plus fortes bulles du crédit au cours de la décennie précédant la crise sont en situation de *deleveraging* depuis 2009 (Irlande, Royaume-Uni, États-Unis) ou 2010 (Espagne). Même s'il apparaît difficile de fixer une norme d'équilibre au ratio crédit/PIB, force est de constater que le volume des prêts accordés au secteur privé dans ces différents pays aboutit à un ratio qui est encore presque le double de celui qui prévaut en France et en Allemagne par exemple. En outre, la Banque des règlements internationaux<sup>1</sup> attire l'attention sur le fait que cette vision agrégée du crédit peut fournir une image trop schématique. Des données plus fines pour les États-Unis suggèrent en effet que la baisse du crédit au niveau agrégé (*deleveraging* global) n'est pas le résultat d'un assainissement des bilans des agents avec une dépréciation des dettes manifestement insoutenable, contrairement à ce qu'on pourrait attendre. Ce processus s'explique avant tout par une diminution du nombre des ménages qui augmentent leurs crédits hypothécaires et par une réduction importante des nouveaux emprunts hypothécaires, d'où une déprime du marché immobilier américain. Mais la part des ménages qui pensent qu'ils ne seront probablement pas capables de rembourser leurs prêts hypothécaires les prochaines années n'a que très peu diminué. Et il y a de fortes présomptions que la situation soit similaire dans les autres pays qui ont connu de telles bulles.

Des taux de chômage durablement élevés viennent en outre confirmer que le processus dépressif enclenché en 2009 s'effectue sur le long terme. Ainsi, les bulles du crédit et du logement ont conduit à une mauvaise allocation du travail en hypertrophiant certains secteurs d'activité. L'ajustement, dans ce cas, ne peut être immédiat et a un impact négatif durable sur l'emploi<sup>2</sup>.

Au-delà de l'impératif de désendettement auquel font face les agents privés, se pose alors la question de l'endettement global de la nation : la dette publique, si elle reste soutenable, peut en effet atténuer les effets négatifs pour l'économie d'une telle situation. Le pilotage de l'ensemble (quel rythme optimal de consolidation budgétaire pour éviter un impact négatif sur la croissance ?) se révèle donc particulièrement délicat.

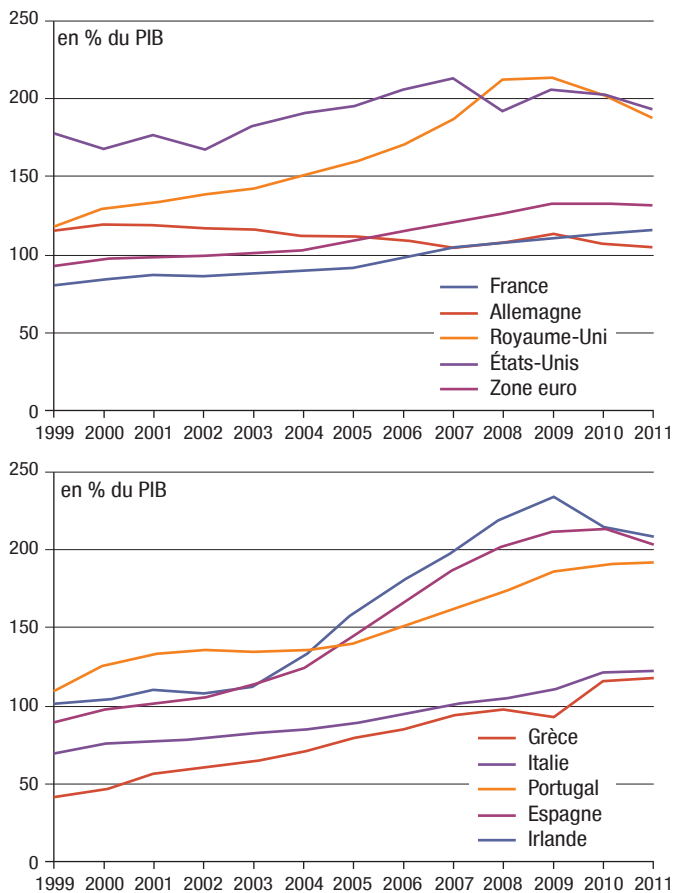
---

[1] BRI [2012], *Rebalancing Growth*, 82<sup>e</sup> rapport annuel, chapitre 3.

[2] Le chômage dans ces pays ne saurait être réduit à un problème de mauvaise allocation, dans la mesure où l'ensemble des secteurs d'activité sont touchés. À titre d'exemple, Paul Krugman [*End this Depression Now!*, Wiley & Sons, 2012] rappelle que sur les 13 millions d'Américains sans emploi en octobre 2011, seuls 1,1 million (soit 8 %) avaient auparavant travaillé dans le secteur de la construction.



### Graphique 1 Prêts au secteur privé des banques et des institutions de crédit domestiques, 1999-2011



Source : Banque mondiale



### L'évolution de la dette publique doit être considérée dans le contexte de l'endettement global, public et privé

Une longue tradition de réflexion en économie permet d'éclairer les préoccupations actuelles liées à la dette. Irving Fisher<sup>1</sup> a ainsi montré que la Grande

[1] Fisher I. (1933), "The debt-deflation theory of Great Depression", *Econometrica*, vol. 1, p. 337-357.



Dépression était due essentiellement à un cercle vicieux où la chute des prix a augmenté le poids réel de la dette des agents, ce qui a conduit à davantage de déflation. Plus tard, Hyman Minsky<sup>1</sup> établit la récurrence des régimes d'instabilité financière : les périodes de calme nourrissent une forme de complaisance à l'égard du crédit au secteur privé. L'augmentation du *leverage* favorise de plus en plus un schéma du type pyramide de Ponzi<sup>2</sup>, qui se dégrade ensuite en crise financière. L'image reprise par les économistes pour décrire ce processus est saisissante : le système financier fonctionne de la même manière que le coyote obsédé par sa proie dans le cartoon *Road Runner*, qui ne se rend pas compte que sa course l'amène au-dessus du précipice ; lorsqu'il s'en aperçoit, il tombe. L'analogie souligne en outre l'importance des anticipations et des représentations des agents qui peuvent être transitoirement déconnectées des fondamentaux de l'économie. Plus récemment, Richard Koo<sup>3</sup> souligne que les quinze années de croissance très faible au Japon, tout comme la Grande Dépression des années 1930, ont été la conséquence d'une déflation de bilan à la suite de l'éclatement d'une bulle. La caractéristique essentielle de cette déflation de bilan est que de larges pans de l'économie ne cherchent plus, comme en temps normal, à maximiser leur profit mais ont pour objectif premier la diminution de dettes excessives et, de ce fait, dépensent moins. Dans ce contexte, la demande de capital de la part des agents n'est plus sensible aux taux d'intérêt. Ces raisonnements peuvent s'appliquer à la situation actuelle.

La crise des *subprimes* et la faillite de Lehman Brothers ont révélé le surendettement privé et provoqué une révision abrupte du montant de dette soutenable dont les agents peuvent disposer, ce qui les a forcés à réduire drastiquement leurs dépenses. Les effets pervers d'un tel mécanisme sont illustrés dans l'encadré 1. L'une des conséquences majeures de cette nouvelle contrainte est la hausse importante du chômage<sup>4</sup>. Mian et Sufi montrent empiriquement que la chute de la demande a ainsi été plus prononcée dans les comtés américains où l'endettement des ménages était le plus élevé<sup>5</sup>. Ils

---

[1] Minsky H. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw-Hill.

[2] Dans une pyramide de Ponzi, l'individu ne bénéficie pas de flux de trésorerie suffisants pour rembourser au moins les intérêts de ses emprunts. Il est donc obligé de s'endetter pour les payer et la dynamique devient insoutenable.

[3] Koo R. (2009), *The Holy Grail of Macroeconomics*, Wiley & Sons.

[4] Mian A. R. et Sufi A. (2012), "What explains high unemployment? The aggregate demand channel", *NBER Working Paper*, n° 17830.

[5] L'intérêt de leur étude est que les comtés comparés *a priori* bénéficié des mêmes politiques budgétaire et monétaire. Leurs résultats montrent plus précisément que les pertes d'emplois dans les secteurs de biens non échangeables avec l'étranger sont particulièrement fortes dans les comtés où les

concluent que le déclin de la demande agrégée entre 2007 et 2009 correspond à 4 millions de chômeurs supplémentaires aux États-Unis, soit les deux tiers du total.



### Encadré 1

#### Une association de garde d'enfants au sein du Congrès américain, exemple d'une crise de demande

Les ressorts d'une crise de demande peuvent être décrits à partir d'un article publié dans une revue académique prestigieuse par un couple de fonctionnaires du Trésor américain<sup>1</sup>. Ces derniers étaient membres d'une association de garde d'enfants, regroupant environ 150 couples, dont la plupart travaillaient au Congrès américain. Les membres gardaient mutuellement leurs enfants. La taille suffisamment grande de l'association leur permettait d'avoir des chances raisonnables de trouver quelqu'un de disponible pour garder leur enfant le soir où ils avaient prévu de sortir. Les membres recevaient vingt coupons en entrant dans l'association, dont l'unité permettait d'acheter une demi-heure de garde (ils devaient rendre les vingt coupons en quittant l'association).

Cette coopérative est soudain tombée dans une "grande dépression". En moyenne, les couples voulaient conserver les coupons, au cas où ils en auraient besoin plus tard. À un moment donné, le nombre de coupons en circulation a été substantiellement moins élevé que le nombre en stock désiré par les couples. Ceux-ci, anxieux d'avoir des provisions trop faibles, ne voulaient plus sortir le soir tant qu'ils n'avaient pas augmenté leur réserve en gardant les enfants des autres. Et, précisément, parce que beaucoup de couples ne voulaient plus sortir, les opportunités de gagner des coupons se sont raréfiées. Les couples pauvres en coupons ont alors été encore moins enclins à sortir, et le volume de gardes d'enfants dans la coopérative a chuté. La "dépression" a continué jusqu'à ce que les économistes de la coopérative aient persuadé les autres d'augmenter le nombre de coupons.

Bien sûr, l'économie mondiale est un système beaucoup plus complexe, mais obéit au moins à une caractéristique rappelée par Paul Krugman dans son dernier livre<sup>2</sup> : les dépenses des uns sont les revenus des autres. Un niveau

---

ménages étaient les plus endettés. La hausse du chômage dans les secteurs de biens échangeables était en revanche plus uniformément distribuée dans leur échantillon. Les faits qu'ils mettent en évidence s'opposent en outre à une vision structurelle du chômage due à l'hypertrophie du secteur de la construction.

[1] Sweeney J. et Sweeney R. (1977), "Monetary theory and Great Capitol Hill baby-sitting Co-op crisis", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 9, p. 86-89.

[2] Krugman P. (2012), *op. cit.*

inadéquat de demande globale est une réalité tangible : quand certains membres décident de ne plus dépenser de coupons, cette décision n'est pas automatiquement compensée par une dépense supplémentaire des autres. Certes, les dépenses égalisent toujours les revenus, mais rien n'indique que ces personnes dépensent suffisamment pour utiliser toutes les capacités de garde d'enfants.

L'économie peut donc entrer en dépression faute de coordination, sans que les compétences en termes de garde d'enfant des membres de la coopérative soient *a priori* remises en cause. Une leçon que tire Krugman de cet exemple est que l'association est sortie de cette "dépression" de manière relativement simple, en imprimant davantage de coupons. Ces coupons supplémentaires sont l'image d'une politique monétaire accommodante. C'est aussi celle d'une politique budgétaire expansive qui augmente la demande et compense temporairement les effets récessifs d'un surcroît d'épargne des agents.

Pour qu'une chute de la production et une hausse du chômage trop importantes soient évitées, la banque centrale va baisser son taux d'intérêt directeur pour réduire le mouvement à la hausse de l'épargne. Elle peut cependant atteindre très vite le seuil limite de taux d'intérêt nul, si le mouvement est de grande ampleur. Il faut alors compenser le fait que les agents qui subissent cette nouvelle contrainte dépensent moins. Dans ce cas, la politique budgétaire est pleinement justifiée comme le montrent formellement Eggertsson et Krugman<sup>1</sup>. Les auteurs établissent ainsi que non seulement une dépense publique supplémentaire ne va pas évincer la dépense privée, mais elle conduit à augmenter les dépenses des ménages contraints financièrement. Le maintien relatif de la demande effective permet aussi d'ancrer les anticipations des agents et d'éviter la formation d'un cercle vicieux entre dette et déflation.

La déflation de bilan des agents privés est donc un processus de long terme qui pèse sur la croissance et que peut atténuer une augmentation de la dette publique. Cette prise de conscience progressive du temps long, dont se fait l'écho une récente étude de McKinsey<sup>2</sup> sur les épisodes de *deleveraging* en Suède et en Finlande dans les années 1990, alimente aujourd'hui les critiques à l'égard des politiques d'ajustement budgétaire dont la vitesse de mise en œuvre est un paramètre clé.

---

[1] Eggertsson G. et Krugman P. (2012), "Debt, deleveraging, and the liquidity trap: A Fisher-Minsky-Koo approach", *The Quarterly Journal of Economics*, 127 (3), p. 1469-1513.

[2] McKinsey Global Institute (2012), *Debt and Deleveraging: Uneven Process on the Path to Growth*, janvier.

### ➤ EFFICACITÉ ACCRUE DES POLITIQUES BUDGÉTAIRES ET INCONVÉNIENTS D'AJUSTEMENTS TROP RAPIDES EN PÉRIODE DE FAIBLE NIVEAU DE L'ACTIVITÉ

En 2010, différents signes d'un retour à la croissance ont amené certains économistes à recommander une réduction des déficits pour faire face à la montée de l'endettement public<sup>1</sup>. Pourtant, depuis 2011 et surtout 2012, d'autres évoquent la possibilité que les consolidations budgétaires soient autodestructrices<sup>2</sup>, ou du moins se demandent si les politiques d'austérité ne vont pas trop vite<sup>3</sup>. Cette idée est développée dans différents articles, surtout empiriques, qui mettent en évidence les effets négatifs sur la croissance de tels épisodes<sup>4</sup>. La question des effets d'un ajustement budgétaire rapide est particulièrement présente dans le cas de la zone euro, dont les pays membres affichent l'objectif de revenir à un déficit public inférieur à 3 % en deux ou trois ans. Nous présentons ici les principaux résultats empiriques de cette littérature ainsi que les mécanismes à l'œuvre, selon les types d'ajustement étudiés, à partir de simulations réalisées avec le modèle d'équilibre général MARS (modèle à anticipations rationnelles stochastique), développé par le Centre d'analyse stratégique pour la zone euro (*voir infra, encadré 2*).

### ⌋ Des politiques budgétaires deux fois plus efficaces en situation de récession

Le débat sur l'efficacité de la politique budgétaire se concentre généralement sur la question de l'ampleur du multiplicateur qui correspond au surplus de production, rapporté au coût de la relance budgétaire pour l'État (*via* un surplus de dépenses ou de moindres recettes). Sans épuiser les controverses, des études récentes parviennent à justifier des estimations différentes selon la position dans le cycle économique au moment où la politique expansive est menée.

---

[1] Blanchard O. et Cottarelli C. [2010], "Ten commandments for fiscal adjustment in advanced economies", *IMFdirect*.

[2] Denes M., Eggertsson G. et Gilbukh S. [2012], "Deficits, public debt dynamics, and tax and spending multipliers", *Staff Reports*, Federal Reserve Bank of New York.

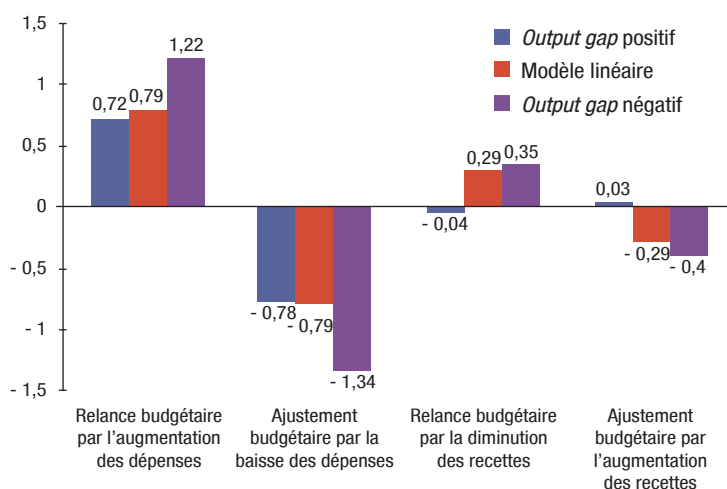
[3] FMI [2012], "Balancing fiscal policy risks", *Fiscal Monitor*, avril ; Krugman P. [2010], "Self-defeating austerity", *New York Times*, 7 juillet. Paul Krugman est l'un des premiers à émettre ce type de réserves. D'autres ensuite formalisent ces arguments, comme le souligne le débat ouvert par Corsetti G. [2012], "Has austerity gone too far? A new Vox Debate", *VoxEU.org*.

[4] Guajardo J., Leigh D. et Pescatori A. [2010], "Will it hurt? Macroeconomic effects of fiscal consolidation", *IMF World Economic Outlook*, octobre ; Guajardo J., Leigh D. et Pescatori A. [2011], "Expansionary austerity: New international evidence", *IMF Working Paper*.

Plus spécifiquement, Baum, Poplawski-Ribeiro et Weber<sup>1</sup> estiment les effets de la politique budgétaire sur la production selon l'état sous-jacent de l'économie, pour les pays du G7 depuis le début des années 1970<sup>2</sup>. Si les multiplicateurs sont proches de ceux estimés habituellement lorsque les auteurs utilisent un modèle linéaire, ces derniers montrent en revanche que l'impact de la politique budgétaire sur le PIB dépend significativement de l'activité économique. Les multiplicateurs budgétaires moyens pour les pays du G7 sont ainsi significativement plus élevés (de l'ordre de 1,3 pour les dépenses et de 0,4 pour les recettes) lorsque l'*output gap* (l'écart entre la production effective et la production potentielle) est négatif<sup>3</sup>, comme l'indique le graphique 2.



## Graphique 2 Multiplicateurs budgétaires pour les pays du G7



Source : FMI (2012) ; Baum, Poplawski-Ribeiro et Weber (2012)

[1] Baum A., Poplawski-Ribeiro M. et Weber C. (2012), "Fiscal multiplier and the state of the economy", *IMF Working Paper*.

[2] Leur méthodologie se fonde sur des vecteurs autorégressifs à seuil, dont les différents régimes dépendent du signe de l'*output gap*. Après une relance ou un ajustement budgétaire, le régime peut changer en fonction du niveau de cet écart. Les trois séries utilisées pour l'estimation sont le PIB, les revenus nets des administrations publiques (recettes moins transferts) et les dépenses publiques (consommation et investissement publics), normalisées par le déflateur du PIB. En outre, les auteurs retirent des séries les événements qui ne sont pas imputables à des décisions politiques.

[3] Il n'est donc pas nécessaire *a priori* que l'économie soit en récession pour que la politique budgétaire ait une efficacité accrue. Par la suite, nous utilisons les termes d'économie "en expansion" ou "en récession" par commodité.

Plusieurs facteurs expliquent le changement d'ampleur du multiplicateur selon que l'économie est en récession ou en expansion. Le premier est le fait qu'en situation de déflation la politique monétaire conventionnelle vise à diminuer les taux d'intérêt directs et peut atteindre rapidement la limite du taux nul. S'enclenche un cercle vicieux où la baisse du niveau des prix entraîne l'augmentation du taux d'intérêt réel, et accentue donc la déflation. Dans ce contexte, toute politique permettant d'augmenter la production et les anticipations inflationnistes est plus efficace<sup>1</sup>. La limite de taux d'intérêt nul ne saurait pour autant expliquer à elle seule les variations des multiplicateurs<sup>2</sup>.

D'autres auteurs mettent en avant les contraintes de liquidité qui pèsent plus fortement sur les agents en situation de crise<sup>3</sup>. Mankiw<sup>4</sup> soulignait déjà la nécessaire prise en compte de l'hétérogénéité des consommateurs : certains agents ont un horizon temporel long, du fait de "la grande concentration des richesses" et de "l'importance de l'héritage dans l'accumulation de capital" ; d'autres ont un horizon temporel court, "ne lissent pas leur consommation dans le temps" et "ont une richesse nette nulle". Des études empiriques récentes viennent confirmer la pertinence d'une telle prise en considération. À partir d'analyses sur micro-données, Parker *et al.*<sup>5</sup> regardent les différences dans les dépenses de consommation des ménages qui ont bénéficié de remboursements d'impôts à un ou deux mois d'intervalle, lors des récessions de 2001 et 2008. En moyenne, ces derniers dépensent entre un quart et un tiers du montant perçu en achats de biens non durables. Il s'ensuit une plus forte sensibilité de la croissance au revenu courant des agents<sup>6</sup>.

---

[1] Eggertsson G. (2010), "What fiscal policy is effective at zero interest rates?", *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 25, p. 59-112 ; Christiano L., Eichenbaum M. et Rebelo S. (2011), "When is the government spending multiplier large?", *Journal of Political Economy*, vol. 119, p. 78-121. Les principaux résultats de cette littérature sont résumés dans Brand T. (2011), "La crise et ses répercussions sur la conduite des politiques monétaire et budgétaire", *La Note d'analyse*, n° 238, Centre d'analyse stratégique.

[2] La plupart des modèles qui simulent les effets de taux d'intérêt nul font mordre cette contrainte en modifiant le paramètre de préférence pour le présent des agents, ce qui les pousse à épargner et déclenche la récession. Ce choix permet alors d'étudier les effets des politiques budgétaires dans ce nouveau contexte. Pourtant, simuler un choc exogène pour parvenir à la contrainte de taux nul, au lieu de la considérer comme une conséquence de déséquilibres endogènes, peut conduire à négliger les conditions économiques spécifiques qui légitiment au premier chef la politique budgétaire.

[3] Hall R. (2011), "The long slump", *American Economic Review*, vol. 101, p. 431-469.

[4] Mankiw G. N. (2000), "The savers-spenders theory of fiscal policy", *American Economic Review*, vol. 90, p. 120-125.

[5] Parker J., Souleles N., Johnson D. et McClelland R. (2011), "Consumer spending and the economic stimulus payments of 2008", *NBER Working Paper*, n° 16684.

[6] Les simulations faites à l'aide d'un modèle d'équilibre général calculable qui intègre ce type de contraintes financières mettent aussi en évidence un doublement du multiplicateur budgétaire selon que

La politique budgétaire a donc une efficacité accrue dès lors qu'elle tempère la hausse du chômage et la baisse des salaires par des dépenses supplémentaires ou qu'elle vise spécifiquement, par des transferts ciblés, les personnes qui subissent ces contraintes.

### **Les coûts des ajustements budgétaires à court et long terme**

Il ressort de l'analyse précédente que les multiplicateurs budgétaires sont d'autant plus élevés que les agents cherchent à se désendetter et subissent des contraintes plus grandes pour emprunter, que le chômage est important et que les taux d'intérêt directeurs fixés par la banque centrale sont proches de zéro. L'implication en termes de politique économique laisse ainsi apparaître des coûts liés aux ajustements budgétaires plus significatifs. Un ordre de grandeur est donné à la fin de l'étude empirique de Baum, Poplawski-Ribeiro et Weber<sup>1</sup> réalisée à partir des dépenses faites dans les pays du G7 : lorsque l'*output gap* est négatif initialement, la consolidation budgétaire a un impact à court terme sur le PIB beaucoup plus fort qu'un ajustement plus graduel, comme le montre le graphique 3.

De tels résultats doivent cependant être analysés avec précaution. Nous choisissons de les confronter à des simulations réalisées pour la zone euro à partir du modèle MARS (*encadré 2*)<sup>2</sup>. Même si ce type de modèle présente des limites, il a l'avantage de permettre d'évaluer les effets d'une relance budgétaire suivie par une consolidation en faisant varier la vitesse et la composition de l'ajustement.

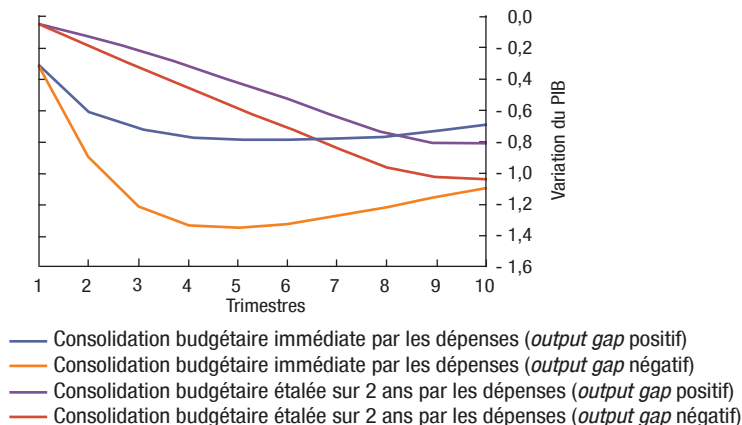
---

l'économie est en expansion ou en récession ; voir Canzoneri M., Collard F., Dellas H. et Diba B. (2011), "Fiscal multipliers in recessions", non publié. En outre, Michaillat montre à partir d'un modèle calibré sur les États-Unis qu'un taux de chômage qui passe de 5 % à 8 % a pour conséquence un doublement du multiplicateur. L'idée sous-jacente est que le surcroît de dépenses publiques en situation de récession n'évince pas la demande de travail privée : la relance budgétaire permet aux chômeurs de trouver un emploi qu'ils n'auraient pas eu sinon ; Michaillat P. (2012), "A theory of countercyclical government-consumption multiplier", CEPR, *Discussion Paper Series*, n° 9052.

[1] Baum A., Poplawski-Ribeiro M. et Weber C. (2012), *op. cit.*

[2] Brand T. (2012), "Politique budgétaire en équilibre général : une analyse appliquée à la zone euro", *Document de travail*, n° 2012-3, Centre d'analyse stratégique.

### Graphique 3 Impact cumulé sur le PIB d'un point de consolidation budgétaire



Note : l'*output gap* désigne la différence entre la production effective et la production potentielle.

Source : FMI (2012) ; Baum, Poplawski-Ribeiro et Weber (2012)

### Encadré 2 Le modèle MARS utilisé pour les simulations d'ajustement budgétaire en zone euro

Le Centre d'analyse stratégique s'est doté d'un outil de simulation macroéconomique de type DSGE (*dynamic stochastic general equilibrium*). L'usage de ce type de modèle s'est répandu dans les banques centrales au cours de la dernière décennie pour simuler l'impact d'une modification des taux d'intérêt directeurs. Plus récemment, ces modèles se sont enrichis pour étudier les interactions entre politiques monétaire et budgétaire. Il est ainsi devenu possible d'examiner, à partir d'un tel modèle, l'impact d'une réforme fiscale sur la consommation, l'investissement, les salaires, le chômage, le déficit courant, etc.

Le modèle MARS est calibré sur l'ensemble de la zone euro, considérée comme une économie ouverte dotée d'une politique budgétaire moyenne. Il comporte huit instruments budgétaires différents : consommation publique, investissement public, taxe sur les revenus du capital, taxe sur la consommation, cotisations sociales (employés et employeurs), transferts totaux et transferts ciblés vers les ménages contraints financièrement.



À l'aide de l'un de ces huit instruments, on simule une relance de 1 % du PIB, suivie par la mise en place d'une consolidation budgétaire au bout de deux ans environ. Cet exercice rend compte de manière stylisée de ce qui s'est passé depuis 2008 dans la zone euro.

Le modèle est au départ calibré de telle manière que la vitesse de consolidation budgétaire correspond à celle fixée dans le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance<sup>1</sup> : les dépenses doivent diminuer et les recettes augmenter afin de résorber l'écart entre la dette publique effective et la dette publique cible (60 % du PIB), à hauteur d'un vingtième par an.

En outre, lors du dernier épisode de consolidation budgétaire dans la zone euro, entre 1997 et 2001, 80 % de l'amélioration du solde primaire passait par une diminution des dépenses, et donc 20 % par une augmentation des recettes.

Nous retenons ce partage dans la calibration du modèle. La question est alors d'évaluer l'impact sur le PIB de la zone euro d'une modification de la vitesse de consolidation et de la composition de l'ajustement.

D'après les simulations du modèle, une augmentation de la consommation publique d'un point de production dans la zone euro entraîne à court terme une augmentation de la production de 1,3 point (*graphique 4*). L'ajustement budgétaire qui suit, s'il est rapide, peut être bénéfique à court terme. La banque centrale anticipe en effet une inflation négative à moyen terme et donc ajuste à la baisse les taux d'intérêt, ce qui stimule la consommation et l'investissement à court terme. En revanche, un ajustement rapide a des effets fortement négatifs sur la croissance à moyen terme, *via* une baisse de la demande globale qui pèse sur le marché du travail, comprimant les salaires et la consommation des ménages. Ces effets pervers mis en avant par les simulations du modèle, qui sont présents quel que soit le type de relance<sup>2</sup>, confirment ainsi les estimations empiriques de Baum, Poplawski-Ribeiro et Weber<sup>3</sup>.

L'élément nouveau est que l'impact négatif sur la production d'une accélération des consolidations budgétaires peut être atténué, d'après le graphique 4, si la consolidation en zone euro passe davantage que la moyenne par une augmentation des recettes. Là encore, ces résultats se généralisent à tous les types de relance. Autrement dit, pour une même vitesse d'ajustement globale,

---

[1] Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG), signé par les États membres de l'Union européenne (à l'exception de la République tchèque et du Royaume-Uni) en mars 2012.

[2] Brand T. (2012), *op. cit.*

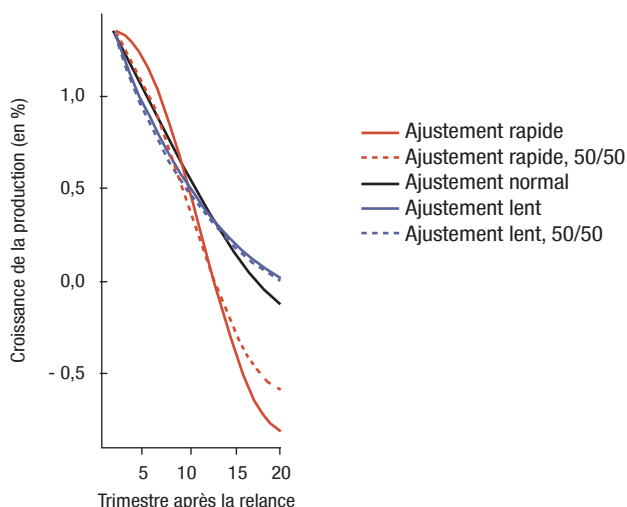
[3] Baum A., Poplawski-Ribeiro M. et Weber C. (2012), *op. cit.*

les coûts supplémentaires d'une augmentation plus rapide des impôts sont inférieurs aux gains d'une diminution plus lente des dépenses. De plus, la composition de l'ajustement joue un rôle beaucoup moins déterminant sur la croissance lorsque l'ajustement budgétaire est graduel<sup>1</sup>.



### Graphique 4

#### Croissance de la production par rapport à la production potentielle, après une relance par la consommation publique, en fonction de la vitesse et de la composition de l'ajustement budgétaire



Note : l'ajustement normal signifie qu'un vingtième de l'écart de dette par rapport à l'équilibre est résorbé en une année et que 80 % de l'amélioration du solde primaire passe par une diminution des dépenses publiques. L'ajustement rapide signifie une résorption de l'écart de dette par rapport à l'équilibre d'un dixième par an, l'ajustement lent d'un quarantième. L'ajustement 50/50 signifie une amélioration du solde primaire autant par les recettes que par les dépenses. L'axe des abscisses désigne le temps en trimestres à partir du choc. Le choc représente 1 % de la production d'équilibre.

Source : simulation Centre d'analyse stratégique et Brand (2012)

[1] Contrairement aux affirmations d'Alesina A. et Giavazzi F. [2012], "The austerity question: 'How' is as important as 'how much'", *VoxEU.org*, 3 avril, la composition des ajustements budgétaires n'est donc pas en elle-même déterminante. Elle ne le devient que lorsque les États s'engagent dans des politiques rapides de consolidation.

En outre, une consolidation budgétaire qui passe par une réduction des dépenses publiques peut entraîner à court terme une dette publique, exprimée en pourcentage du PIB, supérieure à la valeur pré-ajustement, et ce durant près de deux ans<sup>1</sup>. L'augmentation du ratio tient essentiellement à la diminution de l'assiette des impôts, et donc des recettes de l'État, qui agit positivement sur le numérateur, et à la croissance négative de la production qui réduit le dénominateur. Ces résultats sont corroborés par l'étude empirique de Cafiso et Cellini<sup>2</sup>. Ces derniers montrent ainsi, pour les pays de la zone euro, que les ajustements budgétaires sont plus probablement associés à une augmentation du ratio de dette publique, en points de PIB, dans les deux années qui suivent une telle politique.

Les résultats de ces simulations ne remettent pas en cause l'objectif de long terme de désendettement public, qui permet de diminuer les taux d'intérêt comme le montrent par exemple Clinton *et al.*<sup>3</sup>. L'idée est qu'à long terme une dette publique trop élevée vient évincer le capital privé. De même, ces simulations ne tiennent pas compte de l'impact négatif sur l'activité que peuvent avoir, sur le long terme, des taux de prélèvement trop élevés.

Les effets bénéfiques de la consolidation doivent cependant être mis en regard des coûts pour la croissance potentielle d'un taux de chômage durablement élevé si les mesures de soutien à l'activité sont retirées trop rapidement. L'idée de DeLong et Summers<sup>4</sup> est d'introduire l'hystérèse du chômage dans le calcul coûts/avantages de la consolidation : ils en déduisent qu'une période prolongée de chômage élevé, même conjoncturel, nuit immanquablement à la croissance potentielle à moyen terme. En effet, le capital humain de personnes éloignées de l'emploi peut se déprécier et ces dernières retrouveront plus difficilement un travail même lorsque la croissance sera plus forte. Il en résulte que, même pour un paramètre d'hystérèse faible, les taux d'intérêt sur la dette doivent être très élevés pour justifier une consolidation budgétaire très rapide.

---

[1] On se limite ici aux instruments budgétaires qui ont le plus d'impact sur la production (consommation publique, investissement public et transferts ciblés vers les ménages contraints financièrement). Comme l'encadré 2 le souligne, les consolidations budgétaires passent majoritairement par ce type de dépenses dans la zone euro. Une consolidation par les recettes a un effet à court terme plus faible sur la dette publique. Pour une étude des consolidations *via* d'autres instruments budgétaires, voir Brand T. (2012), *op. cit.*

[2] Cafiso G. et Cellini R. (2012), "Evidence on fiscal consolidations and the evolution of public debt in Europe", non publié.

[3] Clinton K., Kumhof M., Laxton D. et Mursula S. (2011), "Deficit reduction: Short-term pain for long-term gain", *European Economic Review*, vol. 55, p. 118-139.

[4] DeLong B. et Summers L. (2012), "Fiscal policy in a depressed economy", *Brookings Paper on Economic Activity*, mars.

Plusieurs pays de la zone euro subissent cependant – ou sont susceptibles de subir – des taux d'intérêt qui justifient les politiques de consolidation budgétaire. Dans ce cas, l'une des pistes consisterait à différer de telles politiques dans les pays où les États ne sont pas soumis à des contraintes de financement similaires. De la même manière que les États ont réussi à se coordonner au moment de la mise en place des plans de relance en 2008, une coordination des politiques de consolidation pourrait être envisagée *a minima*<sup>1</sup>. À partir de l'étude historique des réductions de dette publique, d'autres pistes peuvent aussi être envisagées qui minimisent l'effet négatif sur la croissance.

### ► **DES CANAUX COMPLÉMENTAIRES POUR RÉDUIRE L'ENDETTEMENT PUBLIC**

Si l'on décompose de manière comptable la dynamique du ratio dette publique/PIB, la réduction du déficit primaire sur laquelle nous avons insisté jusqu'à présent apparaît comme un facteur parmi d'autres, tels les taux de croissance et les taux d'intérêt effectifs sur la dette. Ces derniers ont d'ailleurs joué un rôle important dans des épisodes historiques de réduction de dette publique. Sans être exempts de défauts, ils peuvent être davantage étudiés dans les stratégies actuelles de désendettement public.

### ⤵ **La réduction des dettes publiques ne se résume pas à celle des déficits primaires**

Les fortes augmentations de dette publique auxquelles nous assistons aujourd'hui ont déjà eu lieu par le passé comme l'indique le graphique 5. Elles ont été la conséquence de guerres mais aussi de crises bancaires et financières qui mettent historiquement sous tension les finances publiques, voire entraînent des crises de dette publique<sup>2</sup>.

À partir de l'analyse des épisodes de réduction de dette publique sur un échantillon initial couvrant 174 pays depuis la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, Abbas *et al.*<sup>3</sup> estiment la part des différents facteurs de réduction des dettes publiques en fonction des zones géographiques et des sous-périodes (*encadré 3*). Pour une diminution moyenne des dettes publiques de 37 points de PIB, environ la

---

[1] Le FMI avait souligné l'importance de la coordination des plans de relance budgétaire, avec un doublement des effets bénéfiques dans ce cas ; Guajardo J., Leigh D. et Pescatori A. [2010], *op. cit.*

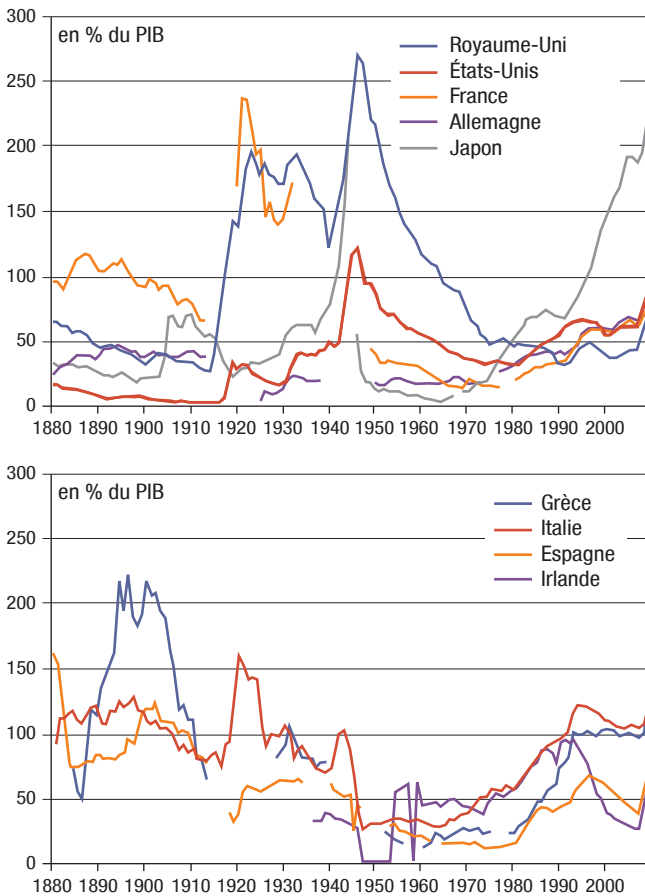
[2] Reinhart C. et Rogoff K. [2011], "From financial crash to debt crisis", *American Economic Review*, vol. 101, p. 1676-1706.

[3] Abbas A., Belhocine N., ElGanaïny A. et Horton M. [2010], "A historical public debt database", *IMF Working Paper*, n° 10/245.

moitié est imputable à l'amélioration du surplus primaire et l'autre moitié à une différence favorable entre le taux de croissance et le taux d'intérêt effectif sur la dette. Une décomposition supplémentaire souligne que le taux de croissance était environ deux fois supérieur aux taux d'intérêt effectifs<sup>1</sup>.



**Graphique 5**  
**Dettes publiques sur la période 1880-2011, en % du PIB**



Source : Abbas et al. (2010)

[1] En restreignant l'échantillon aux seuls pays européens, les auteurs montrent que, si l'ampleur moyenne de la réduction était identique, la différence favorable entre croissance et taux d'intérêt ne jouait en revanche plus que pour un tiers.

Ces résultats sont encore plus nets si l'on observe le taux de croissance sur la période 1945-1970, qui correspond à la reconstruction et à la convergence des économies européennes vers les États-Unis. Ils viennent confirmer ceux établis par Reinhart et Sbrancia<sup>1</sup>, pour lesquels la “répression financière” a permis, au cours de cette dernière période, une “liquidation” des dettes publiques dans des proportions substantielles au sein des pays industrialisés, qu'il s'agit d'examiner plus avant.



### Encadré 3

#### Dynamique de la dette publique

La dynamique globale de la dette publique peut être appréhendée à partir de l'équation :

$$d_t - d_{t-1} = \frac{i_t - \gamma_t}{1 - \gamma_t} d_{t-1} - sp_t + sf_t$$

Celle-ci établit que le changement dans le ratio dette publique/PIB ( $d_t$ ) entre  $t-1$  et  $t$  est la somme de trois termes<sup>2</sup> :

- le produit du ratio de dette en  $t-1$  et de la différence entre le taux d'intérêt effectif sur la dette  $i_t$  et le taux de croissance de l'économie  $\gamma_t$  ;
- le solde primaire  $sp_t$ , en part de PIB ;
- le résidu d'ajustement stock-flux  $sf_t$ , qui incorpore les effets de valorisation ainsi que les erreurs ou omissions, en part de PIB.



#### La régulation publique, implicite ou explicite, des taux d'intérêt réels sur la dette

L'expression de “répression financière” utilisée par Reinhart et Sbrancia<sup>3</sup> peut être comprise comme l'opposé du mouvement de libéralisation financière de la fin des années 1970. Pour les auteurs, un tel processus désigne plus précisément une orientation de l'épargne privée par les pouvoirs publics (pour accorder des prêts directs aux États par exemple) ; un plafond implicite ou explicite sur les taux d'intérêt ; une limitation des mouvements de capitaux ; des ratios prudentiels qui privilégient les titres publics et éventuellement une nationalisation des banques.

[1] Reinhart C. et Sbrancia M. (2011), “The liquidation of government debt”, *NBER Working Paper*, n° 16893, mars.

[2] Escolano J. (2010), “A practical guide to public debt dynamics, fiscal sustainability, and cyclical adjustment of budgetary aggregates”, *IMF Technical Notes*, janvier.

[3] Reinhart C. et Sbrancia M. (2011), *op. cit.*

Sur les années 1945-1980, ces différents facteurs ont ainsi permis aux États-Unis d'avoir des taux d'intérêt réels négatifs sur la dette publique, pendant près de la moitié de cette période<sup>1</sup>. L'accord emblématique qui a permis de telles conditions de financement est celui passé entre la Fed (Réserve fédérale) et le Trésor américain à partir d'avril 1942, après l'entrée en guerre des États-Unis. La Fed s'est ainsi engagée publiquement à maintenir des taux d'intérêt sur les titres courts de dette publique à 3/8 %. En pratique, elle a établi *de facto* un plafond pour les taux longs sur la dette de 2,5 %. Au sortir de la guerre, l'objectif prioritaire est de prévenir une nouvelle Grande Dépression et l'augmentation du chômage. Mais, lorsque les tensions inflationnistes se sont manifestées du fait notamment de la préparation de la guerre de Corée, l'accord Fed-Trésor conclu en mars 1951 a dégagé la banque centrale américaine de cette obligation.

Comme l'indique le graphique 6, une gestion par la Fed de la dette publique américaine semble aujourd'hui de nouveau à l'œuvre, avec les bons du Trésor qui représentent une partie substantielle de ses actifs<sup>2</sup>. Si l'on ajoute la récupération du bilan des organismes parapublics de crédit hypothécaire Freddie Mac et Fannie Mae, la quasi-totalité des actifs de la Fed est composée de titres publics au sens large. Une telle gestion par la Banque centrale européenne (BCE) apparaît en regard très résiduelle (*graphique 6*). Pour autant, la détention d'une plus grande partie de la dette publique américaine par la Fed n'est pas en soi une panacée. L'augmentation très forte de monnaie centrale, en contrepartie de l'achat de titres, alimente essentiellement les réserves des banques auprès de la Fed (qui passent d'environ 100 milliards de dollars en août 2008 à plus de 1 600 milliards en juillet 2012), sans qu'on puisse déterminer à long terme leur impact. Plusieurs analystes témoignent en effet de certaines inquiétudes face à cet accroissement de liquidités qui peuvent être à l'origine de nouvelles bulles. Les avantages de court terme, en matière de taux d'intérêt, sont cependant reconnus et ont d'ailleurs justifié la création du Mécanisme européen de stabilité (MES). Ce dispositif crée, entre les États signataires, un fonds commun de créances qui peut lever des fonds sur les marchés financiers pour un montant allant jusqu'à 500 milliards d'euros, afin d'aider un État en difficulté, à des conditions préalablement définies<sup>3</sup>. Avec le même objectif

---

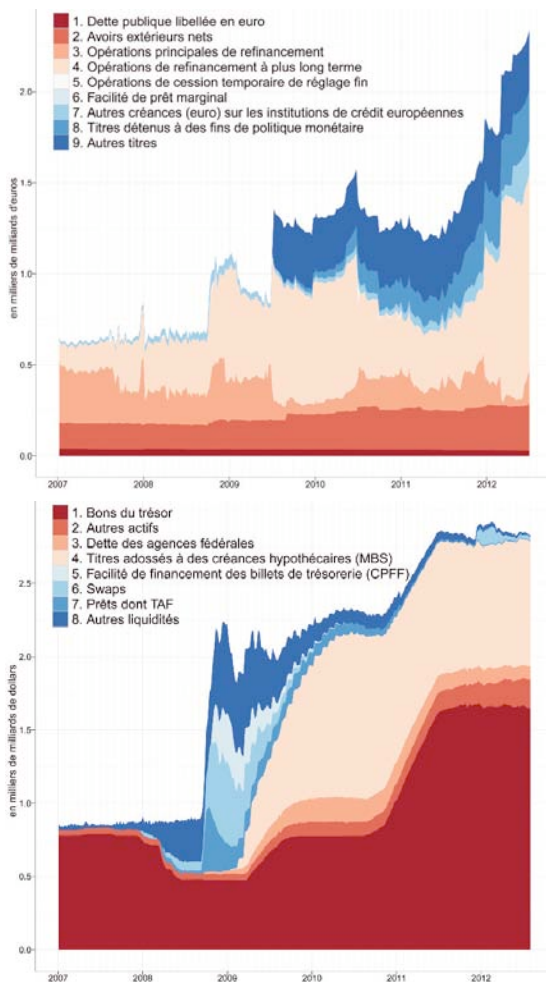
[1] *Ibidem*.

[2] La dette publique américaine totale passe de 10 000 milliards de dollars en juillet 2008 à 15 600 milliards au premier trimestre 2012. Sur la même période, le montant des bons du Trésor américain détenus par la Fed passe de 500 milliards de dollars à 1 600 milliards. Ainsi, l'équivalent d'un cinquième des émissions de titres publics a été acquis par la Fed sur cette période.

[3] Il doit remplacer le Fonds européen de stabilité financière (FESF), mis en place temporairement à la suite de la crise des dettes souveraines en mai 2010, pour éviter à la Grèce le défaut de paiement.

de minimisation des taux d'intérêt effectifs pesant sur la dette publique, les pays membres de la zone euro pourraient privilégier d'autres instruments de régulation évoqués précédemment pour garantir des taux d'intérêt bas, comme l'orientation explicite d'une partie de l'épargne vers les titres publics.

Graphique 6  
Composition des actifs de la BCE et de la Réserve fédérale, 2007-2012



Source : graphique du haut, FRED Economic Data ; graphique du bas, BCE



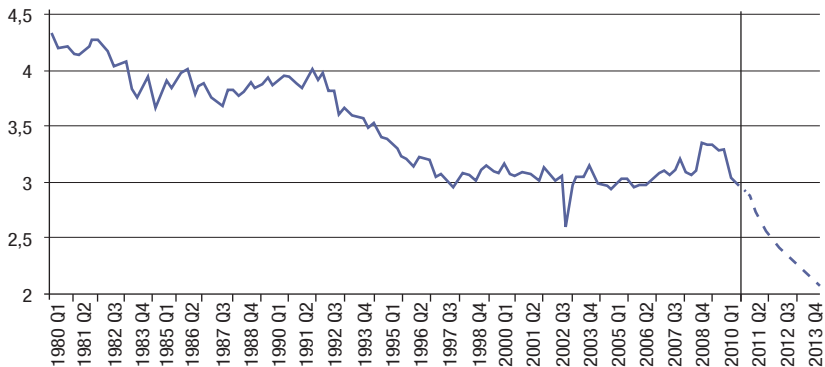
## Stimuler la croissance potentielle grâce à l'investissement public

L'autre facteur essentiel dans la stratégie de réduction des dettes publiques est la croissance de la production. Si les stratégies de croissance en Europe dépassent largement le cadre de notre analyse et qu'elles ne relèvent pas uniquement des États, force est de constater aujourd'hui que l'investissement public, puissant générateur d'externalités de croissance, subit les effets des consolidations budgétaires. En effet, la chute de l'investissement public de plus de 1 point de PIB lors des réductions de déficit engagées pour se conformer au Traité de Maastricht (*graphique 7*) semble de nouveau à l'œuvre dans les projections de plans d'ajustement des pays de la zone euro, puisque, selon les projections de la Commission européenne<sup>1</sup>, en 2013 le ratio investissement public/PIB chuterait à 2,1 % dans la zone euro. Or l'investissement public est doublement efficace en situation de croissance faible dans la mesure où il permet à la fois de soutenir la demande globale et d'augmenter la productivité à moyen terme.



### Graphique 7

#### Investissement public dans la zone euro, 1980-2010, en % du PIB



Source : Paredes et al. (2011)<sup>2</sup>, Giannone et al. (2010)<sup>3</sup>, Commission européenne (2012), calcul Centre d'analyse stratégique

[1] Commission européenne (2012), *Report on Public Finances in EMU*, juillet.

[2] Paredes J., Pedregal D. et Pérez P. (2009), "A quarterly fiscal database for the euro area based on intra-annual fiscal information", *ECB Working Paper*, n° 1132, décembre.

[3] Giannone D., Henry J., Lalik M. et Modugno M. (2010), "An area-wide real-time database for the euro area", *ECB Working Paper*, n° 1145, janvier.

L'un des moyens d'éviter les effets pervers de la réduction de l'investissement est de recourir à de telles dépenses à l'échelon européen. Le Pacte de croissance adopté lors du sommet européen des 28 et 29 juin 2012, d'un montant de 120 milliards d'euros (soit un peu plus de 1 % du PIB de la zone euro), devrait compenser les réductions décidées au niveau national et permettre ainsi de sanctuariser une partie des dépenses publiques d'investissement<sup>1</sup>. À l'heure où les prévisions de la Commission européenne indiquent une croissance négative pour la zone euro en 2012 (- 0,3 %), le délai de mise en œuvre d'un tel pacte sera naturellement déterminant.

**CONCLUSION** La poursuite du processus de désendettement privé, lié au lent assainissement des bilans bancaires, ainsi que des taux de chômage élevés, créent des conditions dans lesquelles le rythme de réduction de la dette publique doit être calibré avec soin. En outre, les ajustements budgétaires européens doivent privilégier d'autres canaux que la baisse de l'investissement public, source d'externalités de croissance et nécessaire elle-même au désendettement.

► **Mots clés** : politique budgétaire, relance budgétaire, multiplicateur budgétaire, ajustement budgétaire, modèle néokeynésien.



Thomas Brand, département Économie - Finances

[1] Pour le détail des mesures, voir le discours de Herman Van Rompuy, [www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ec/131358.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/131358.pdf).



**Le rapport**  
*Quel modèle de croissance pour l'Europe ?*  
est une publication

du Centre d'analyse stratégique

Directeur de la publication :

Vincent Chriqui, directeur général

Directeur de la rédaction :

Hervé Monange,  
directeur général adjoint

Secrétariat de rédaction :

Olivier de Broca  
Sylvie Chasseloup

Création : Christine Mahoudiaux

Crédits photos :

Couverture : Fotolia

Intérieur : Thierry Marro

(Centre d'analyse stratégique)

Réalisation : COM&O

Impression :

Imprimé en France

Df : 5R0322460

ISBN : 978-2-11-009233-5

@Direction de l'information légale  
et administrative - Paris 2012

Diffusion :

Direction de l'information légale  
et administrative

La documentation Française

Contact presse :

Jean-Michel Roullé,

responsable de la Communication

01 42 75 61 37 / 06 46 55 38 38

jean-michel.roulle@strategie.gouv.fr

[www.strategie.gouv.fr](http://www.strategie.gouv.fr)

« En application de la loi du 11 mars 1957 (art. 41) et du code de la propriété intellectuelle du 1<sup>er</sup> juillet 1992, complétés par la loi du 3 janvier 1995, toute reproduction partielle ou totale à usage collectif de la présente publication est strictement interdite sans autorisation expresse de l'éditeur. Il est rappelé à cet égard que l'usage abusif et collectif de la photocopie met en danger l'équilibre économique des circuits du livre. »



## Centre d'analyse stratégique

18, rue de Martignac  
75700 Paris Cedex 07  
Tél. 01 42 75 60 00

[www.strategie.gouv.fr](http://www.strategie.gouv.fr)

Quel modèle de croissance pour accélérer la sortie de crise de la zone euro ? La solution ne peut venir du seul contexte mondial : les grands émergents ne sont pas aussi dynamiques qu'espéré et les États-Unis restent sur un sentier de croissance faible. L'Europe doit miser sur l'innovation mais elle doit aussi s'interroger sur les moyens de sa réindustrialisation et corriger la trop grande polarisation de son appareil productif. Ces questions engageant l'ensemble de la zone, il convient également de revoir le mode de gouvernance de l'Union européenne, afin de parvenir à un nouvel équilibre entre autonomie et solidarité des États membres. Une intégration économique et politique plus poussée paraît un préalable à la mise en place de nouveaux instruments financiers communs et à la résorption des déséquilibres à court comme à moyen terme.

La troisième édition de ce colloque annuel organisé par le Centre d'analyse stratégique a associé économistes, responsables politiques et personnalités internationales : Patrick Artus, Ansgar Belke, Agnès Bénassy-Quéré, Jean-Paul Bethèze, Christian de Boissieu, Uri Dadush, Lionel Fontagné, Louis Gallois, Mathilde Lemoine, Paul van den Noord, Gildas Sorin, Laurence Tubiana, Natacha Valla, Claire Waysand, Reinhart W. Wetmann.

Diffusion

**Direction de l'information légale et administrative**

La **documentation** Française

Tél. : 01 40 15 70 00

[www.ladocumentationfrancaise.fr](http://www.ladocumentationfrancaise.fr)



9 782110 092335

Imprimé en France

Df : 5RD32460

ISBN : 978-2-11-009233-5

Prix : 10,00 euros