Working Papers Series

Centre d'Analyse Théorique et de Traitement des données économiques

CATT WP No. 10
Juin 2017

DIVERGENCES AU SEIN DE LA ZONE EURO : LA CENTRIFUGEUSE ?

Jacques LE CACHEUX

CATT-UPPA
UFR Droit, Economie et Gestion
Avenue du Doyen Poplawski - BP 1633
64016 PAU Cedex
Tél. (33) 5 59 40 80 61/62
Internet : **http://catt.univ-pau.fr/live/**

UNIVERSITÉ DE PAU ET DES PAYS DE L'ADOUR

DGAP Berlin
Juillet 2016
Version provisoire

Divergences au sein de la zone euro : la centrifugeuse ?[1]

Jacques LE CACHEUX

Professeur d'économie à l'UPPA/CATT,
Conseiller scientifique à l'OFCE/Sciences Po,
et Stanford University in Paris

Résumé

Les disparités économiques entre pays membres de la zone euro étaient déjà très marquées lors du lancement, en 1999, de la monnaie unique européenne ; mais elles avaient eu tendance à se réduire légèrement au cours de la première décennie de son existence. La Grande récession qui a suivi la crise financière de 2008 a marqué une rupture dans cette lente convergence ; et surtout, les politiques d'ajustement mises en œuvre à la suite de la crise des dettes souveraines ont initié un processus de divergences macroéconomiques qui risque de perdurer. Il pourrait compliquer singulièrement la tâche de la BCE et miner la légitimité du processus d'intégration économique et monétaire.

Introduction

« *Une union sans cesse plus étroite* » … Les traités européens, depuis de celui de Rome (1957) établissant la Communauté économique européenne, jusqu'à celui de Maastricht (1992) établissant l'Union européenne et amorçant le processus de création de la monnaie unique, fixent au processus d'intégration des objectifs ambitieux, notamment en termes d'amélioration et de convergence des niveaux de vie des citoyens européens. Cette ambition affichée, sans doute indispensable pour assurer une cohésion suffisante à un ensemble de pays partageant un marché unique, avec libre circulation des biens, des capitaux et des personnes, et plus encore pour ceux partageant une monnaie unique gérée par une banque centrale commune, nécessaire aussi pour légitimer aux yeux des citoyens un projet qui promettait, au lendemain de la Seconde guerre mondiale, la paix et la prospérité, s'est en partie concrétisée pendant plusieurs décennies : grâce à une augmentation substantielle des fonds structurels européens et à une gestion pragmatique des taux de change, au sein du Système monétaire européen (SME) dans les années 1980, sous la contrainte des « critères de Maastricht » dans les années 1990, les niveaux de vie moyens des pays membres ont eu tendance à converger ; et pendant la première décennie d'existence de la zone euro, aussi, bien qu'au prix de

[1] Une version allemande de cet article a été publiée par le DGAP (Berlin) : https://dgap.org/de/think-tank/publikationen/dgapanalyse/fuer-eine-kooperative-strategie-der-eurozone .

divergences croissantes dans les indicateurs de compétitivité[2] (Le Cacheux, 2009 ; Le Cacheux et Laurent, 2015).

La crise économique et financière de 2008-2009 et les politiques économiques mises en œuvre pour tenter de réduire les déséquilibres de finances publiques après la crise des dettes souveraines de 2010-2011 ont brutalement interrompu ce processus de convergence et semblent avoir engendré des forces centrifuges pérennes : les écarts de niveaux de vie moyens se sont beaucoup accrus entre les pays du « cœur » de la zone euro – Allemagne, Autriche, Belgique, Finlande, Pays-Bas, et, dans une moindre mesure, France – et ceux de la périphérie, notamment méridionale – Espagne, Grèce, Italie et Portugal. En outre, les politiques choisies pour rétablir l'équilibre des finances publiques et tenter de résorber les écarts de compétitivité se sont traduites par une rechute en récession en 2011-2012 et une reprise très modeste par la suite, entraînant des déséquilibres massifs sur les marchés du travail des pays du Sud qui ne se résorbent que très lentement, tandis que les écarts de compétitivité demeurent importants et que les inégalités économiques se sont fortement accrues dans la plupart des pays membres de zone euro.

En juillet 2015, au terme d'un psychodrame, la Grèce s'est vue octroyer un troisième plan d'assistance financière et le Fonds monétaire international (FMI) a souligné le caractère insoutenable de sa dette publique et la nécessité d'un allègement. A la mi-2016, les performances macroéconomiques des pays membres de la zone euro apparaissent, certes, meilleures que ces dernières années ; mais la croissance économique est toujours en-deçà de celle observée avant la crise et de celle de la plupart des autres pays de l'OCDE et les perspectives sont encore médiocres et fragiles. Les déséquilibres engendrés ou révélés par la Grande récession de 2009 ont été en partie résorbés ; mais les déficits publics restent « excessifs » au regard du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) – le plafond étant en principe de 3% du PIB – dans plusieurs pays et la Commission européenne a dû se résoudre à enclencher la procédure de sanctions à l'égard de l'Espagne et du Portugal, tout en reconnaissant que ces pays avaient fait des efforts et que la situation de leurs finances publiques, en voie de rétablissement, ne leur était pas entièrement imputable. Dans ces conditions, non seulement la légitimité de l'intégration européenne, et singulièrement de l'union économique et monétaire, est ébranlée, mais la gestion macroéconomique de la zone euro s'avère plus difficile. La première partie de cet article décrit les évolutions des indicateurs de production et de niveaux de vie moyens au sein de la zone euro ; la deuxième discute les causes de la divergence observée depuis 2008 ; la troisième partie analyse les politiques menées depuis la crise des dettes souveraines, à l'instigation des autorités européennes et des gouvernements des pays créanciers, dans les pays dont les finances publiques affichent les dégradations les plus fortes, afin de souligner les insuffisances et les effets négatifs de ces politiques, de même que les risques que présente leur pérennisation, notamment en termes de divergence persistante des économies de la zone euro. La quatrième partie souligne la persistance de certains déséquilibres macroéconomiques. La conclusion évoque quelques pistes pour une gestion macroéconomique de la zone euro plus propice à la

[2] Voir en particulier J. Le Cacheux (2009), « The Challenges and Trappings of Convergence », *L'Europe en formation, Journal of Studies on European Integration and Federalism*, 351, mars ; et J. Le Cacheux et E. Laurent (2015), *Report on the State of the European Union*, vol.4, *Is Europe Sustainable?*, Palgrave MacMillan. Voir aussi la récente étude de la Direction générale Ecfin : Commission européenne (2016), *Quarterly Report on the Euro Area*, ECFIN, vol.15, n°2, juillet, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip030_en.pdf .

prospérité commune et au rattrapage des pays les moins favorisés, les plus durement touchés par les crises successives et leur mode de gestion.

1. Des niveaux de vie divergents

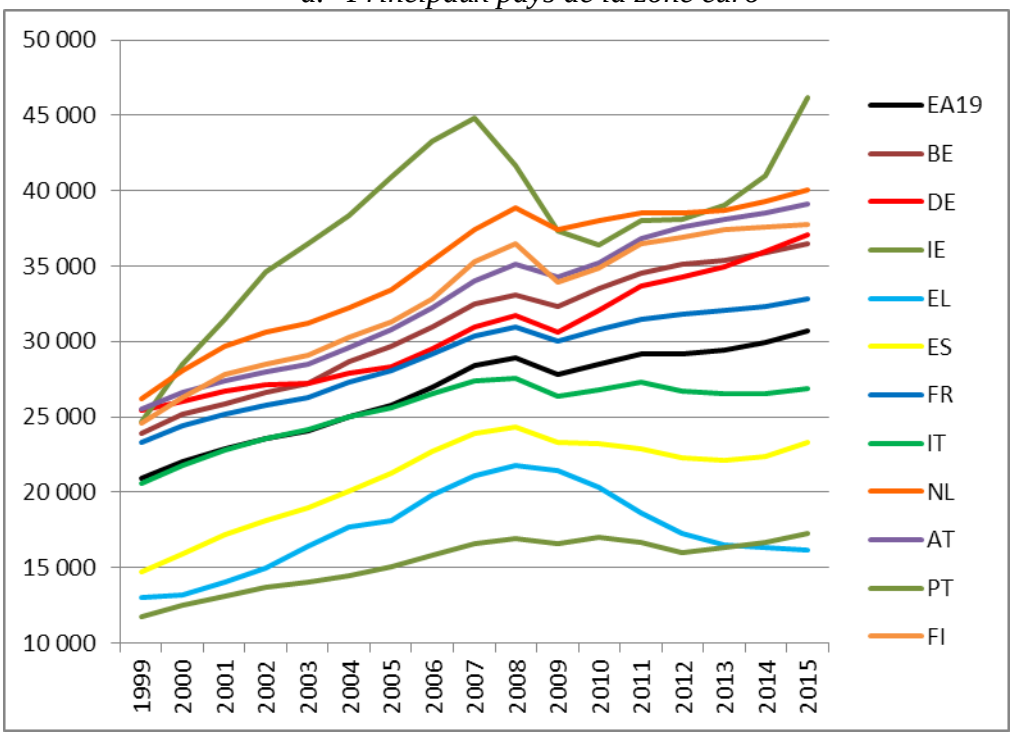
Initialement importants, les écarts de niveaux de vie moyens au sein de la zone euro ont eu tendance à se réduire pendant les décennies qui ont précédé la crise financière de 2008. Comme l'indiquent les Graphiques 1[3], le PIB par habitant de la plupart des pays membres de la zone euro a notamment connu une croissance assez soutenue pendant la première décennie d'existence de la monnaie unique, hormis en Allemagne, en Italie et au Portugal, tandis que les inégalités entre pays tendaient à se résorber. La Grande récession de 2009, consécutive à la crise financière et bancaire de 2007-2008, a été relativement plus marquée dans les pays les plus riches de la zone, de sorte qu'en 2009 les écarts de PIB par habitant s'étaient encore un peu réduits : le rapport entre le Portugal (16 600 €) et les Pays-Bas ou l'Irlande (37 400 €) était de 2,25, approximativement le même qu'en 1999. En focalisant sur les extrêmes entre pays fondateurs de la zone (Graphique 1b), après les plans d'assistance financière et les « remèdes » administrés aux pays de la périphérie victimes de la crise des dettes souveraines de 2010, le rapport entre le plus appauvri (la Grèce, 16 200 € par habitant) et le plus « prospère »[4] (l'Irlande, 47 200 €) atteignait près de 3. Si l'on ne considère que les quatre plus grandes économies de la zone euro – Allemagne, France, Italie, Espagne (Graphiques 1c et d) --, le rapport entre le PIB par habitant du premier et celui du dernier, qui était de 1,3 en 2009, atteignait 1,6 en 2015, le PIB par tête espagnol étant alors encore inférieur au niveau qu'il avait à son pic en 2008. Insignifiant en 2009, l'écart de PIB moyen par tête entre l'Allemagne et la France atteignait 4 300 € en 2015.

[3] Tous les graphiques comportent les onze pays membres fondateurs de la zone euro, à l'exception du Luxembourg, et la Grèce, entrée dans la zone en 2012.

[4] En juillet 2016, l'institut statistique irlandais a révisé le chiffre officiel de la croissance du PIB pour de 2015, de 7,8% à … 26,3% ! Cette « performance » met en lumière le caractère très volatil et en partie artificiel du PIB des petites économies très ouvertes de l'UE. Les données utilisées ici, provenant d'Eurostat, n'intègrent pas cette révision massive. Voir aussi ci-après les données de revenu par habitant.

1. PIB annuel par habitant en euros (euros courants)

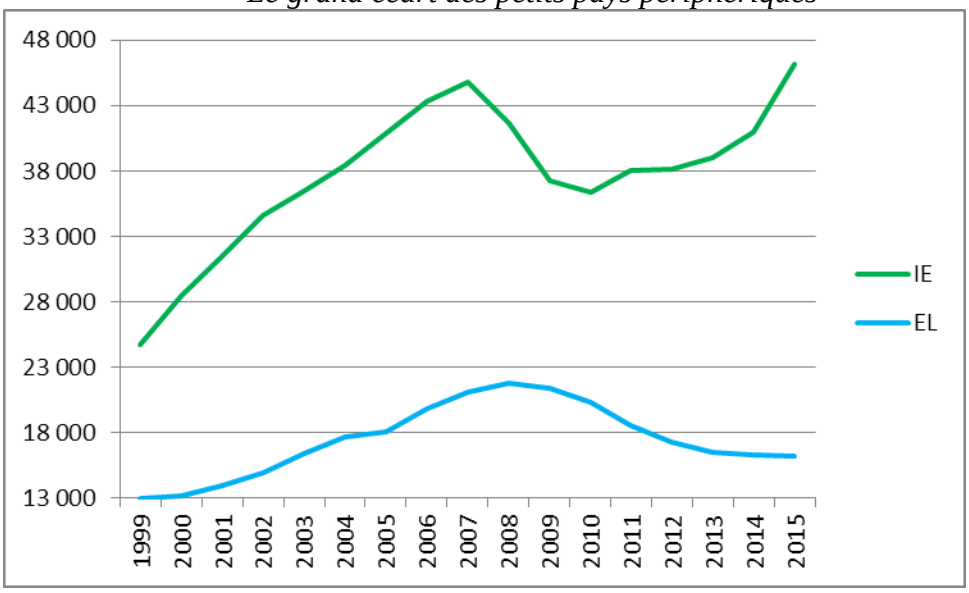
a. Principaux pays de la zone euro



Source : Eurostat.

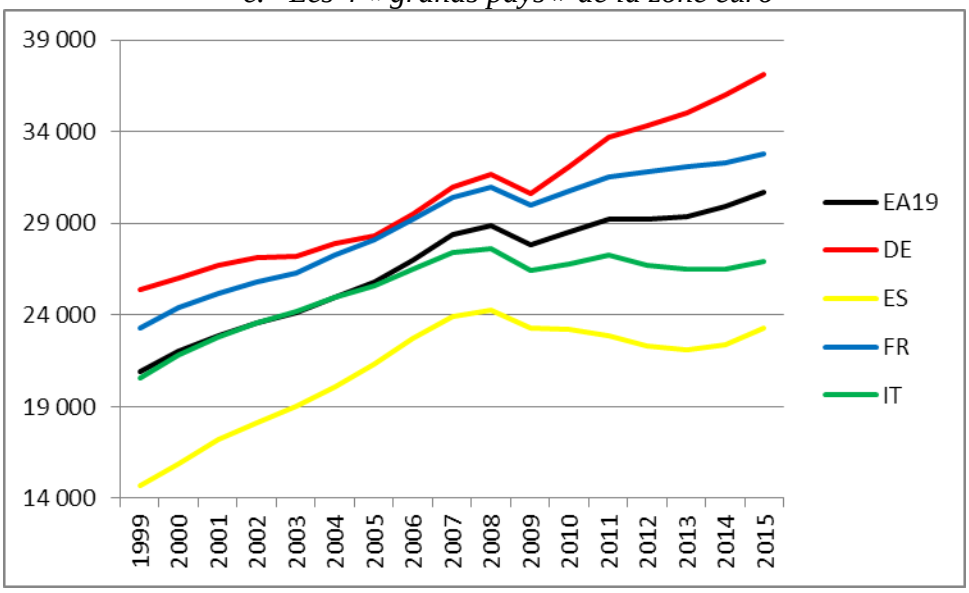
b. *b*

Le grand écart des petits pays périphériques



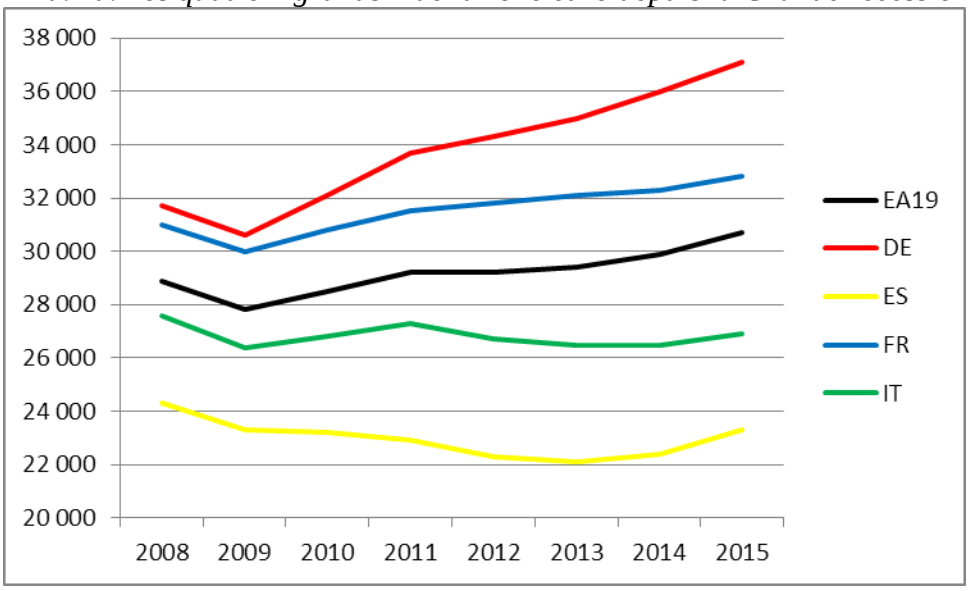
Source : Eurostat.

c. Les 4 « grands pays » de la zone euro



Source : Eurostat.

d. d. Les quatre « grands » de la zone euro depuis la Grande récession



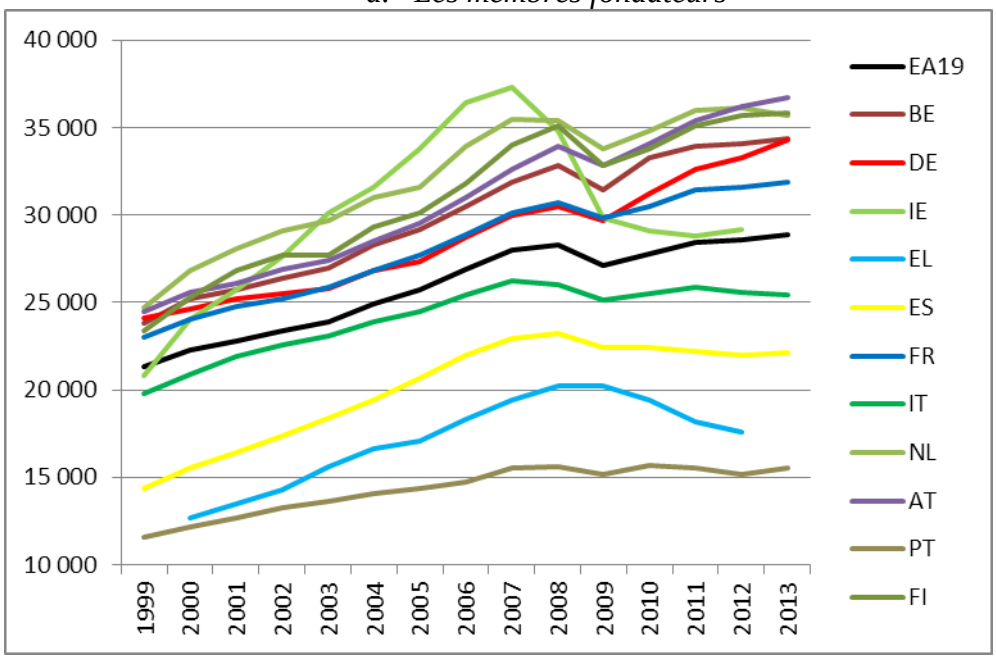
Source : Eurostat.

Le PIB est cependant une mesure de la production sur le territoire national[5], à la différence du RNB (Revenu national brut), qui lui évalue les revenus perçus par les résidents d'un pays (Graphiques 2). En 1999, le rapport entre le plus élevé (Pays-Bas) et le plus faible (Portugal) était de 2,13 ; en 2013 (dernière année disponible), le même rapport, cette fois entre l'Autriche et le Portugal, atteignait 2,4. Parmi les seuls grands pays de la zone euro, le rapport entre les RNB par tête allemand et espagnol était de 1,67 en 1999 ; en 2008, il n'était plus que de 1,31 ; et en 2013, il était remonté à 1,55 : environ 8 000 € annuels d'écart entre les revenus moyens allemand et espagnol en 2008, mais plus de 12 000 € annuels en 2013 !

[5] Les cas de petits pays très ouverts et souvent avantageux fiscalement, tels que l'Irlande – évoqué dans la note précédente – ou le Luxembourg, sont particulièrement éloquents : le PIB de ces économies est, en partie, artificiellement gonflé par des opérations financières pour le compte de non-résidents (Luxembourg) ou par des opérations comptables des multinationales destinées à faire apparaître des profits dans les pays où leur fiscalité est avantageuse (Irlande).

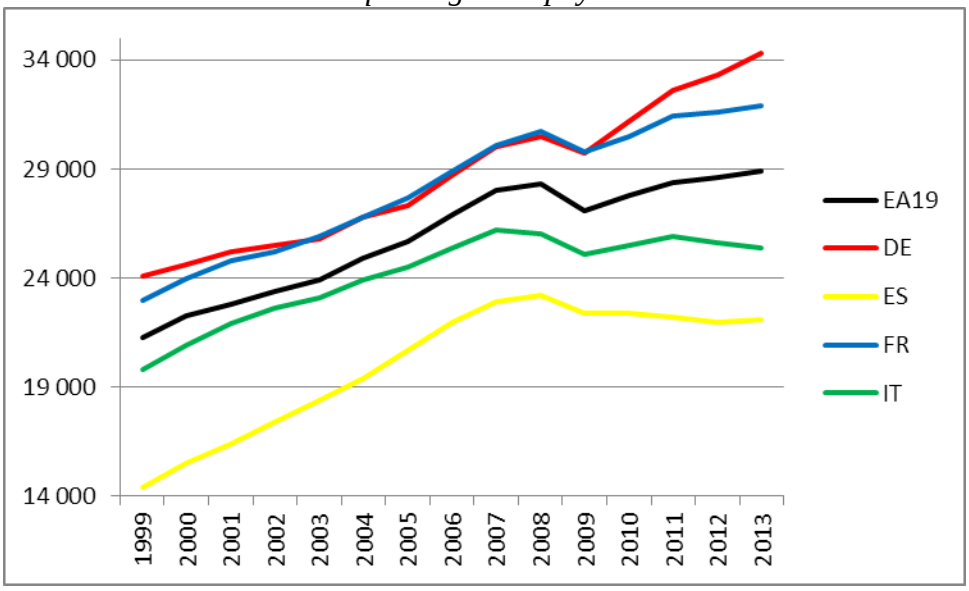
2. 2. RNB annuel par habitant dans les principaux pays de la zone euro (euros courants)

a. Les membres fondateurs



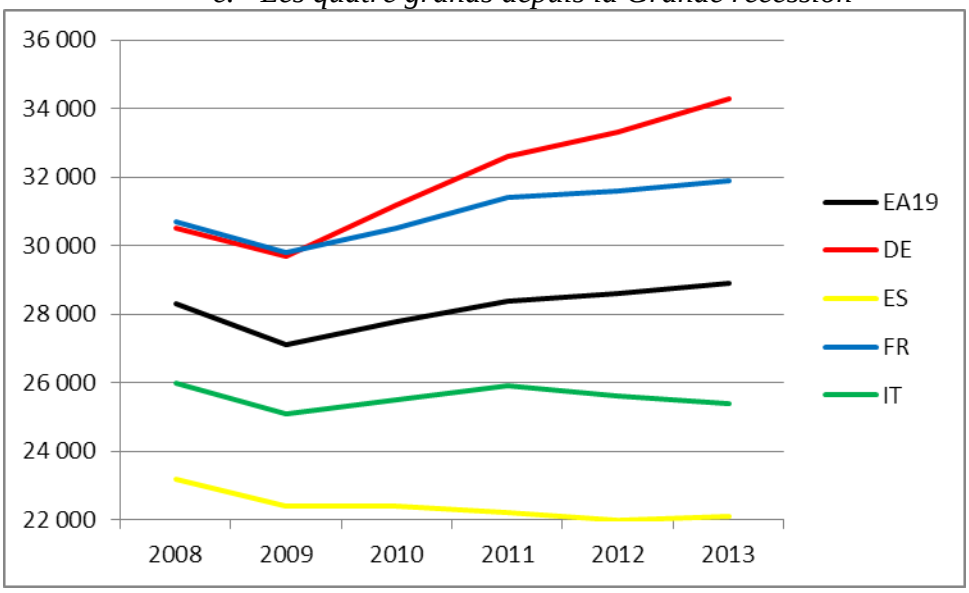
Source : Eurostat.

b. Les quatre grands pays de la zone euro



Source : Eurostat.

c. Les quatre grands depuis la Grande récession



Source : Eurostat.

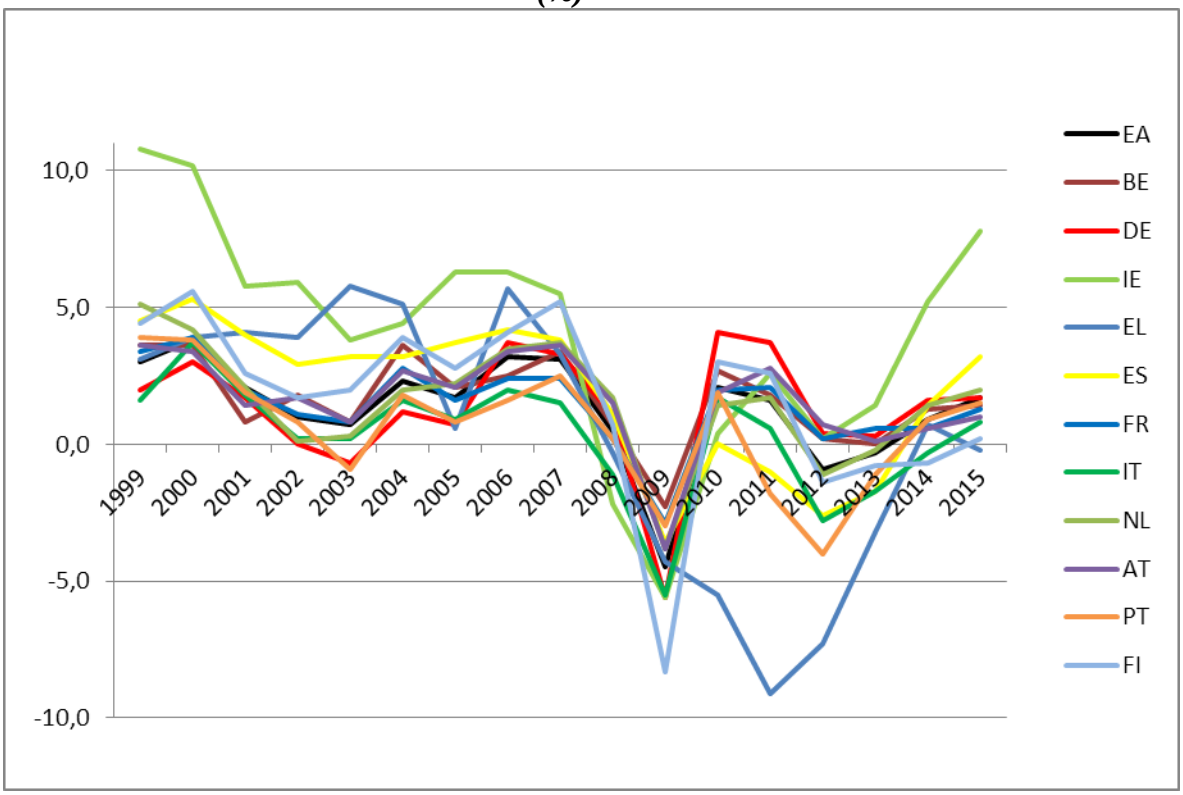
2. La nature des déséquilibres

Comment expliquer un tel creusement des inégalités économiques entre pays membres de la zone euro après 2009, alors même qu'une certaine tendance à la convergence s'était manifestée au cours des années précédentes ? Pourquoi certains membres, dont l'Allemagne, ont-ils rapidement retrouvé un rythme de croissance économique satisfaisant, tandis que la plupart des autres – comme en témoigne la faiblesse de la croissance moyenne de la zone euro – restaient englués dans une quasi-stagnation, voire, pour les pays du Sud de l'Europe, une contraction dont certains n'ont toujours pas émergé : en 2013, ni l'Italie, ni l'Espagne, ni, a fortiori, la Grèce et le Portugal n'avaient retrouvé le niveau de revenu moyen par tête atteint avant la Grande récession ; et en 2015, leur PIB par tête était toujours inférieur à celui de 2008.

En réponse à cette question, cruciale pour l'avenir de la zone euro, il existe deux « narrations » presque diamétralement opposées. La première insiste sur les déséquilibres macroéconomiques et financiers qui caractérisaient les économies « périphériques » au cours des années qui ont précédé la crise financière de 2008 et la Grande récession de 2009, dont tout le monde s'accorde à considérer qu'il s'agissait d'un choc exogène : le rattrapage observé pendant la première décennie d'existence de la zone euro était, dès lors, artificiel, et insoutenable, notamment en raison de taux d'intérêt réels trop bas au regard des déséquilibres financiers – endettement public, endettement privé et endettement extérieur – et d'une dérive des coûts salariaux, donc de la compétitivité de ces économies ; une croissance économique déséquilibrée, assise sur des bulles financières ou immobilières et un excès d'endettement est donc la cause du décrochage ultérieur. Tout en ne niant pas l'existence de tels déséquilibres, la seconde thèse, qui est privilégiée ici, met l'accent sur la responsabilité des politiques d'ajustement à la crise menées entre 2010 et 2014 dans le décrochage des économies « périphériques » de la zone euro : en réponse à la crise des dettes souveraines, les plans d'assistance financière européens ont inclus une conditionnalité – réduction rapide des déficits budgétaires et « réformes structurelles » -- qui ont pesé sur la demande intérieure de ces pays et prolongé leur dépression, rendant les ajustements longs et coûteux, non seulement pour les

pays concernés, mais aussi pour leurs partenaires européens, qui ont pâti de la faiblesse de la demande dans l'ensemble de la zone euro ; les déficits publics se sont donc résorbés moins que prévu et le chômage de masse s'est durablement installé dans nombre de pays de la zone euro (OFCE-ECLM-IMK-AK-, 2015).[6]

3. ***Taux de croissance annuels du PIB (%)***



Source : Eurostat.

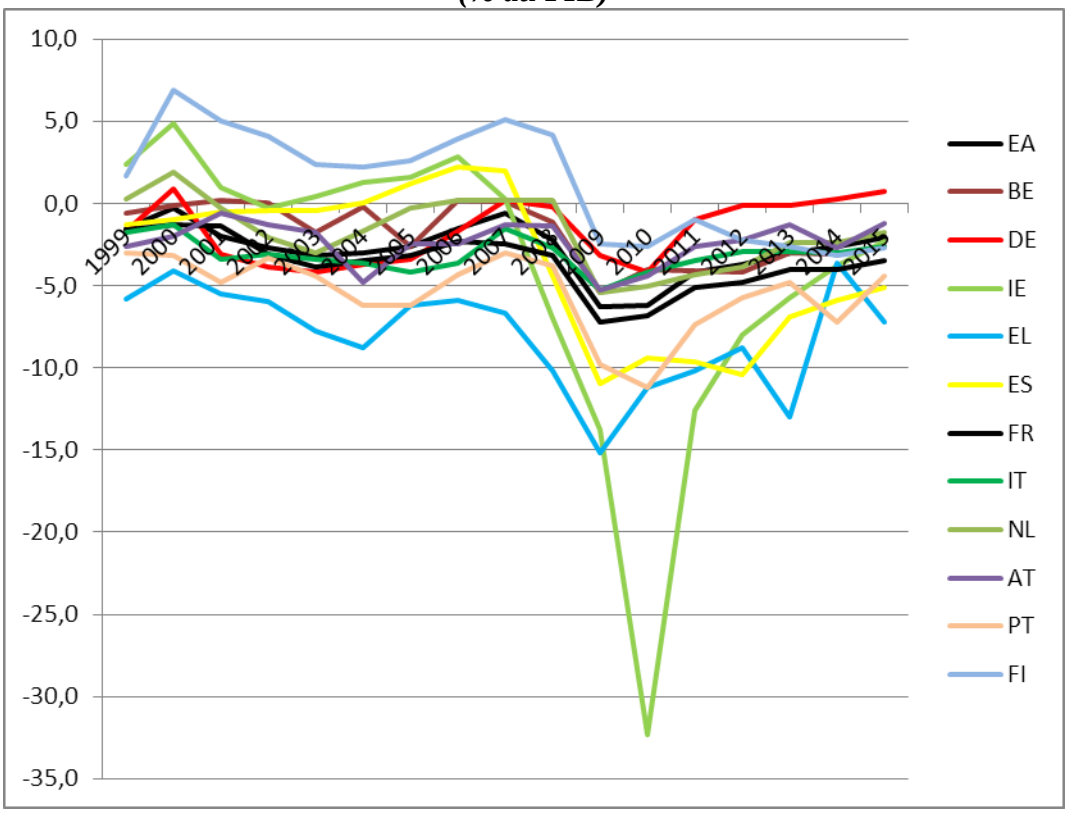
Mécaniquement, la Grande récession a fortement creusé les déficits budgétaires des pays membres de la zone euro (Graphique 4) – et de tous les autres pays, d'ailleurs – sous l'effet des « stabilisateurs automatiques budgétaires » : la chute de l'activité économique, de l'ordre de 4,5% en moyenne pour la zone euro en 2009 (Graphique 3), a brutalement réduit les recettes fiscales et automatique accru certaines dépenses (allocations chômage, minima sociaux, etc.), creusant les déficits publics. En outre, plusieurs gouvernements nationaux ont dû renflouer leur secteur bancaire, ce qui a contribué à creuser davantage les déficits. Enfin, tous les pays ont, à des degrés divers et de manière non coordonnée[7] (Le Cacheux, 2010), mis en œuvre des plans de relance budgétaire pour soutenir l'activité économique. En conséquence, les ratios d'endettement public, qui, dans la plupart des pays de la zone euro, étaient alors sur une tendance légèrement décroissante, ont bondi (Graphique 5), le

[6] Voir l'analyse détaillée présentée dans les études iAGS, notamment la plus récente : OFCE-ECLM-IMK-AK (2015), *Give Recovery a Chance*, Fourth iAGS Report, 15 novembre, http://www.iags-project.org/documents/iags_report2016.pdf .

[7] Le manque de coordination des politiques de relance en réponse à la crise de 2007-2008 est analysé dans J. Le Cacheux (2010), « How to Herd Cats: Economic Policy Coordination in the Euro Zone in Tough Times », *Journal of European Integration*, vol.32, n°1.

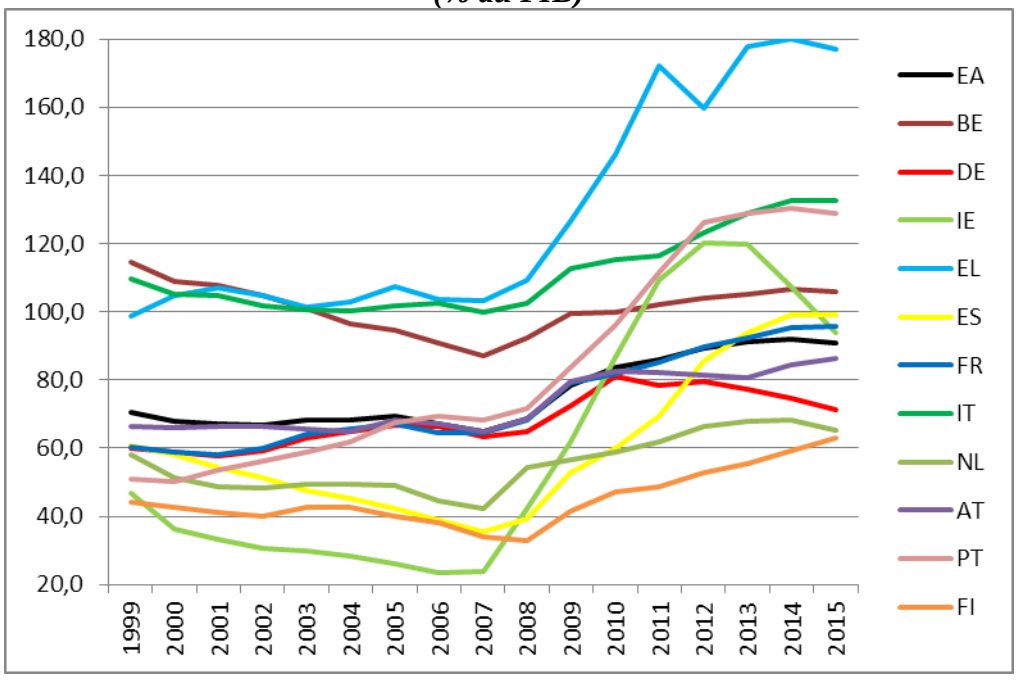
gonflement des dettes nominales brutes survenant alors que le dénominateur (PIB nominal) se contractait.

4. 4. Déficits publics
(% du PIB)



Source : Eurostat.

5. Ratios d'endettement public
(% du PIB)



Source : Eurostat.

3. Les politiques d'ajustement

Les politiques d'ajustement et de « consolidation budgétaire » mises en œuvre dès les premiers signes de reprise de la croissance, pour tenter d'endiguer la « crise des dettes souveraines » -- engendrée par l'inquiétude des marchés financiers face à la montée rapide des taux d'endettement public dans les pays « périphériques » de la zone euro --, ont d'abord visé à réduire les déficits budgétaires. Des plans d'austérité comprenant, dans des proportions variables selon les pays, des réductions de dépenses publiques – chute des investissements publics, baisse des salaires des fonctionnaires, réductions d'effectifs, baisse d'allocations sociales ou de pensions de retraites – et des hausses d'impôts – notamment des taux de TVA, qui ont partout été sensiblement relevés[8] (Le Cacheux et Laurent, 2015) – ont été imposés aux pays sous assistance financière et adoptés aussi dans les pays ne respectant pas le critère de « déficit excessif ». Dans un contexte de faiblesse de l'activité économique et de chômage important, alors que les multiplicateurs budgétaires sont donc élevés[9] (Creel et al, 2011 ; Blanchard et Leigh, 2013) et que les agents privés, eux-mêmes très endettés dans , ces politiques budgétaires restrictives, non coordonnées mais concomitantes, ont eu un effet récessif marqué, induisant une rechute de l'activité dès 2011 en Grèce, et en 2012 et 2013 dans l'ensemble des pays de la zone euro (Graphique 3), ce qui a freiné le rétablissement des comptes publics (Graphiques 4 et 5), les ratios d'endettement ne s'infléchissant que très légèrement après 2014, sauf en Allemagne et en Irlande où le désendettement public a été plus sensible.

La seconde dimension des politiques d'ajustement a porté sur la compétitivité des économies « périphériques » de la zone euro. Comme le montre le Graphique 6a, les coûts salariaux unitaires – mesure usuelle de la compétitivité-coût dans une zone monétaire – avaient connu une croissance assez soutenue dans presque tous les pays de la zone euro avant la Grande récession de 2009 ; seule l'Allemagne avait connu, depuis le lancement de l'euro, une certaine modération salariale, voire, à la suite des lois Hartz entrées en vigueur en 2004, une baisse de ses coûts unitaires. La dérive des coûts salariaux unitaires – donc la perte de compétitivité-coûts – avait été particulièrement marquée en Irlande et en Grèce, un peu moindre mais importante aussi en Italie, en Espagne et au Portugal, et sensible dans les autres pays (France, Pays-Bas, Belgique, Finlande). Après la Grande récession de 2009, la progression des coûts salariaux unitaires a ralenti partout, sauf en Allemagne, en Autriche et en Finlande ; dans les pays sous assistance financière, elle a même fait place à une baisse, particulièrement marquée en Grèce et en Irlande (Graphique 6b). En effet, les « réformes structurelles » menées dans ces pays ont, le plus souvent, associé des réformes des marchés du travail et des baisses de cotisations sociales, réduisant les coûts salariaux. Mais la baisse observée en Grèce et Irlande depuis 2010 – environ 12% et 10% respectivement – ne suffit pas, loin s'en faut, à compenser la perte de compétitivité par rapport à l'Allemagne cumulée depuis le lancement de la zone euro : alors que les coûts salariaux unitaires allemands avaient augmenté d'un peu plus de 6% entre 1999 et 2010, ils avaient crû de 27% au Portugal, d'environ un tiers en Espagne et en Italie, de 40% en Irlande (jusqu'à 2009) et de près de 50% en Grèce !

---

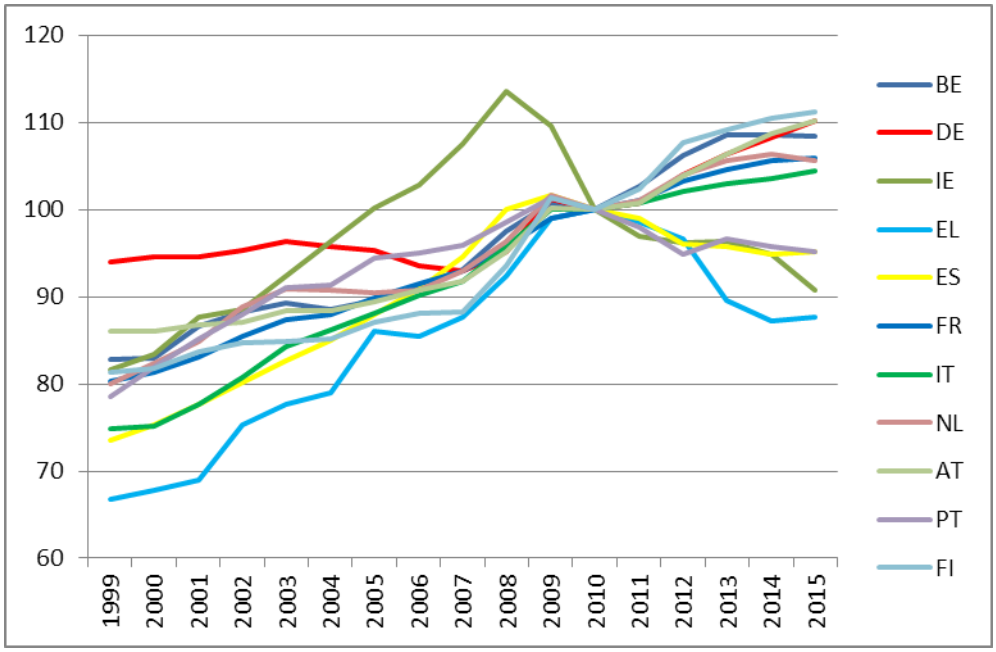
[8] Voir Le Cacheux et Laurent (2015), *op. cit.*

[9] Parmi les travaux récents sur la valeur des multiplicateurs qui concluent en ce sens, citons J. Creel, E. Heyer et M. Plane (2011), « Petit précis de politique budgétaire par tous les temps, Les multiplicateurs budgétaires au cours du cycle », *Revue de l'OFCE*, http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/2-116.pdf : et l'étude émanant du FMI : O. Blanchard et D. Leigh (2013), « Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers », *American Economic Review*, vol.103, n°3, mai.

Tant en matière fiscale qu'en matière de compétitivité, la stratégie qui a prévalu a donc été essentiellement non coopérative, fondée sur la « dévaluation fiscale » -- baisse des prélèvements pesant sur les coûts salariaux et hausse de la TVA (qui équivaut une baisse du prix relatif des exportations par rapport aux importations, dans la mesure où les premières en sont exemptes) – et sur la « dévaluation interne » -- réduction des coûts de production, notamment salariaux.

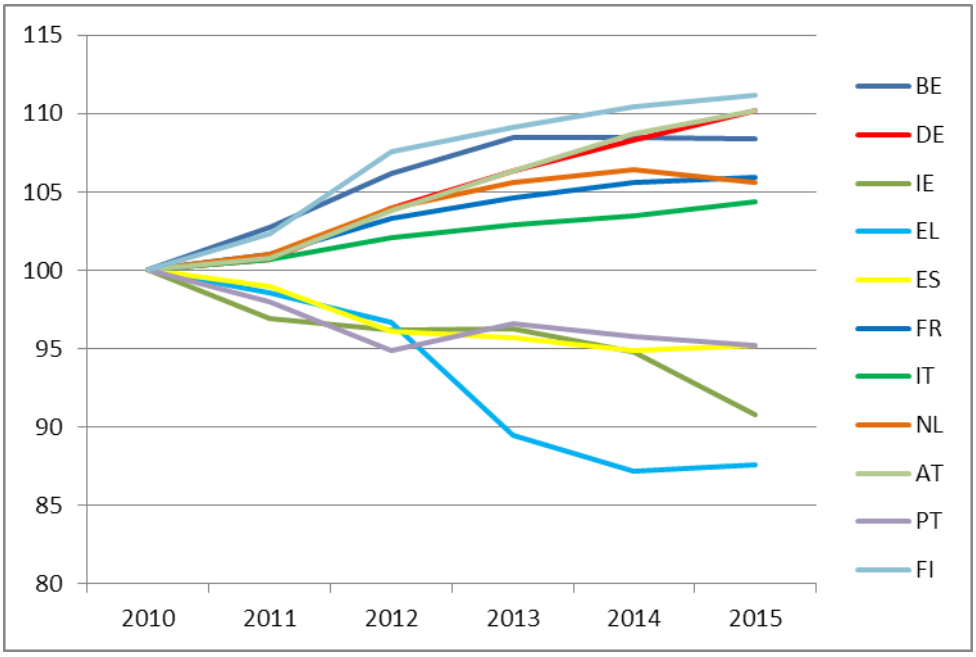
6. 6. Coûts salariaux nominaux unitaires (2010 = 100)

a. 1999-2015



Source : Eurostat.

b.2010-2015



Source : Eurostat.

4. La persistance des déséquilibres structurels

Très coûteuses en termes de croissance économique et de chômage, les politiques d'ajustement mises en œuvre au lendemain de la crise des dettes souveraines dans les pays placés sous assistance financière, mais aussi, bien qu'avec une moindre ampleur, en Italie et

en France, ont produit des effets assez lents sur la réduction des déficits budgétaires[10], et pour l'instant modestes sur les ratios d'endettement public. Mais en outre, elles n'ont pas permis de résorber les déséquilibres structurels des économies « périphériques » de la zone euro, qu'elles ont même parfois accentués, contribuant ainsi à accroître les divergences macroéconomiques au sein de l'union monétaire européenne.

Selon les nouvelles règles budgétaires adoptées en 2012 (Traité budgétaire), les politiques budgétaires nationales doivent viser un retour des ratios d'endettement public sous la barre des 60% du PIB à l'horizon 2032, ce qui, en théorie, contraint les gouvernements de tous les Etats membres dont le ratio excède cette limite – c'est-à-dire presque tous – à réduire ce ratio de 1/20 de l'écart à ce plafond chaque année. La tendance est encore loin du compte, de sorte que l'austérité budgétaire devrait encore prévaloir pendant de longues années.

En outre, la dépression persistante de l'activité économique dans ces pays a engendré l'apparition et la pérennisation d'un chômage de masse, avec des taux de chômage dépassant les 20% en Espagne et en Grèce depuis 2010. Plus encore que celle du taux de chômage, l'évolution du taux d'emploi est inquiétante : comme le montrent les graphiques 7, ces taux avaient eu tendance à augmenter dans la plupart des pays de la zone euro au cours de la décennie précédant la Grande récession de 2009, présentant une certaine convergence, encouragée par les objectifs adoptés par l'Union européenne dans le cadre de la « stratégie de Lisbonne » ; mais depuis 2009 (Graphique 7b), alors que le taux d'emploi a progressé en Allemagne et qu'il est demeuré stable en France et dans les pays du « cœur » de la zone euro, il s'est beaucoup réduit dans les pays de la « périphérie », ne montrant que très récemment une tendance au redressement en Irlande et en Espagne, et s'est même effondré en Grèce, ce qui est source de préoccupation pour le potentiel productif futur de ces économies[11].

Les évolutions de la productivité de la main-d'œuvre dans ces économies depuis 2009 confortent les craintes d'une faiblesse durable du potentiel de croissance de certaines de ces économies : alors que la croissance de la productivité apparente du travail a été modeste dans la zone euro depuis 2010 (Graphique 8), seule l'Espagne a connu un redressement sensible, tandis que la productivité apparente a diminué en Grèce et en Italie – et en Finlande[12]. Ainsi, la restauration de la compétitivité-coûts (réduction des coûts salariaux unitaires, cf. Graphique 6b) de certains pays « périphériques » de la zone euro a-t-elle été obtenue par la baisse des salaires nominaux, et non par des gains de productivité, pourtant nécessaires dans ces

[10] Au point que la France a dû, par deux fois, demander un délai de grâce pour atteindre ses objectifs de déficit budgétaire et n'est pas encore assurée de passer sous la barre des 3% du PIB en 2017 comme promis, et que l'Espagne et le Portugal font l'objet d'une procédure de sanction déclenchée par la Commission européenne en juillet 2016. Sans parler des difficultés persistantes des finances publiques grecques.

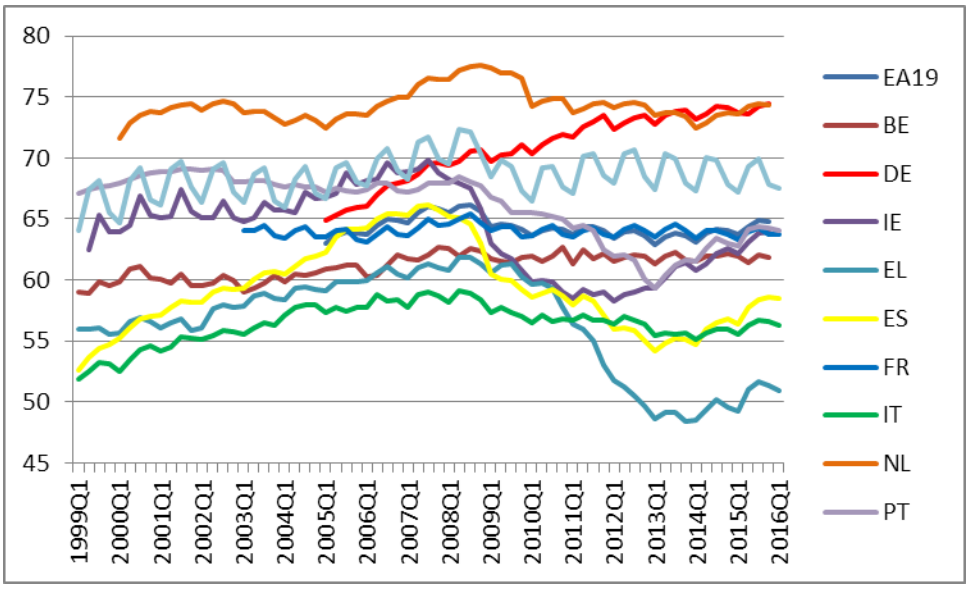
[11] Le taux d'emploi, calculé comme le ratio entre le nombre total d'emplois déclarés et l'effectif de la population totale d'âge actif, est une meilleure mesure que le taux de chômage de la participation au marché du travail, notamment parce qu'il capture les phénomènes de retrait du marché du travail, non comptabilisés dans les statistiques de chômage. En contrepartie, toutefois, il n'inclut les emplois non déclarés – travail au noir – dont on peut penser que la part a augmenté dans les économies « périphériques » de la zone euro depuis la crise de 2009.

[12] Dont le gouvernement a annoncé, au début de l'été 2016, un très important programme de « réformes structurelles », incluant baisses de salaires, baisse de prélèvements et augmentation de la durée du travail pour contrer la perte de compétitivité de l'économie finlandaise, relançant ainsi la « course vers le bas » des « dévaluations internes ».

économies et qu'une stratégie d'ajustement différente aurait pu favoriser[13] (Laurent et Le Cacheux, 2010).

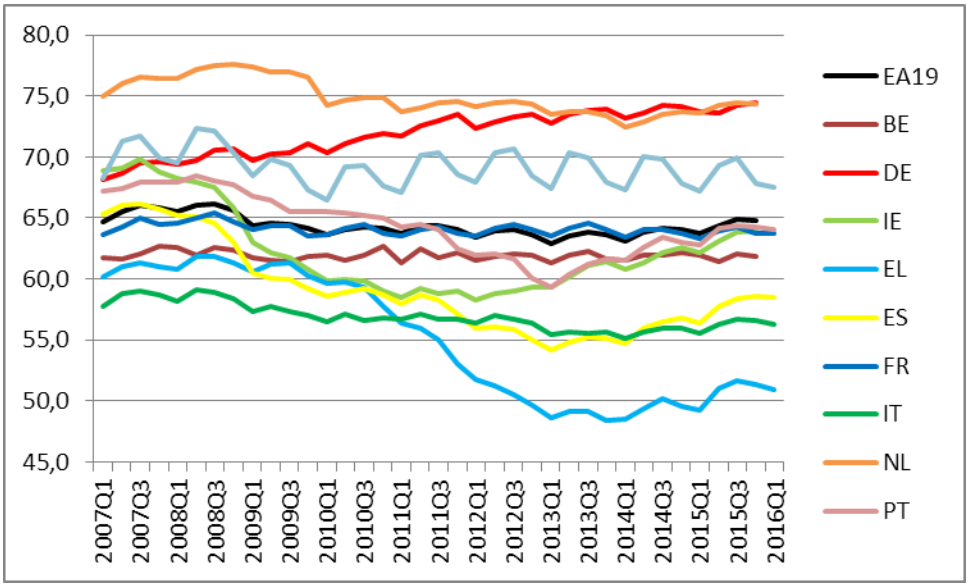
7. Taux d'emploi (population employéactive/population en âge de travailler), (trimestriel, en %)

a. 1999T1-2016T1



Source : Eurostat.

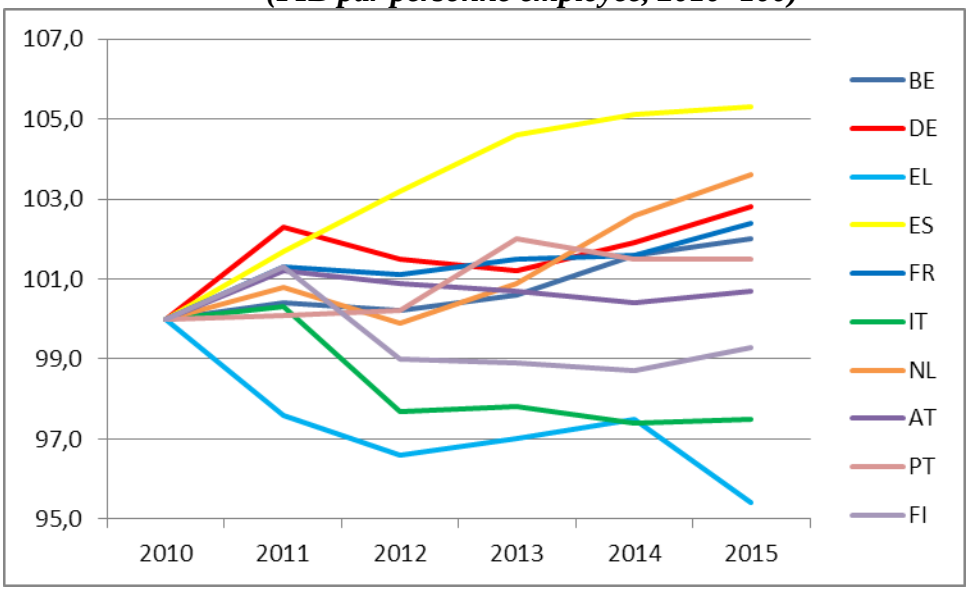
b. 2007T1-2016T1



Source : Eurostat.

[13] Voir, à ce propos, les préconisations faites dans E. Laurent et J. Le Cacheux (2010), « Zone euro : *No future ?* », *Lettre de l'OFCE*, 320, 14 juin, http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/lettres/320.pdf .

8. 8. Productivité apparente de la main-d'œuvre*
(PIB par personne employée, 2010=100)



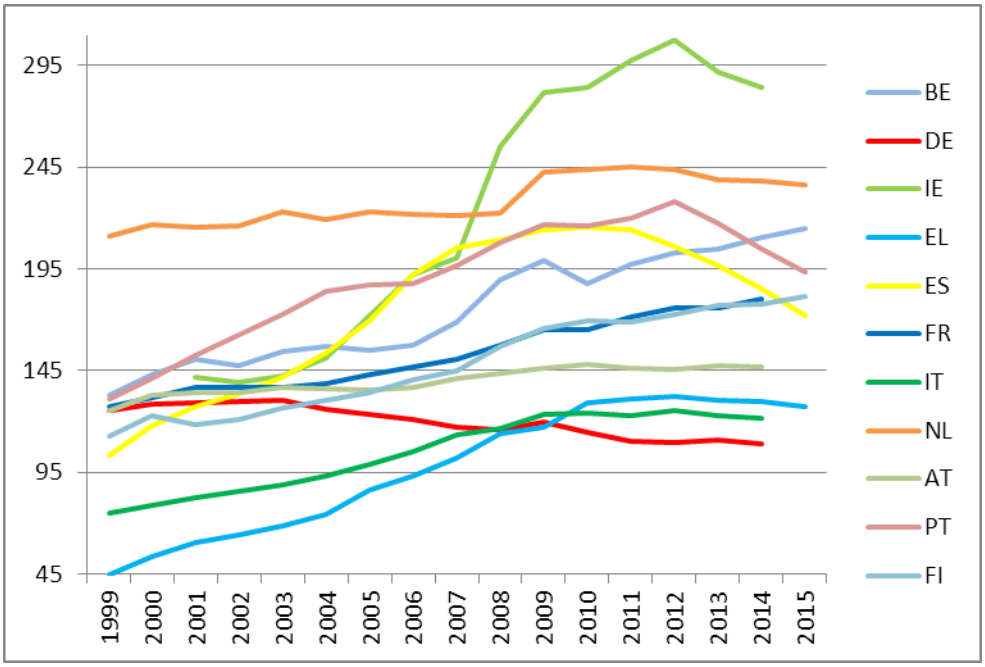
Source : Eurostat.
* L'Irlande a été exclue de ce graphique en raison des évolutions très atypiques de son PIB.

Les déséquilibres financiers du secteur privé, à l'origine de la crise financière de 2007-2008 aux Etats-Unis et de sa propagation dans les pays européens, longtemps ignorés par les autorités européennes et désormais suivis par la Commission européenne dans le cadre de la « procédure de déséquilibres macroéconomiques » introduite en 2011, persistent également dans plusieurs des pays ayant subi la « crise des dettes souveraines », comme le montrent les Graphiques 9. Exprimé en pourcentage du PIB, l'endettement privé tend à se réduire en Allemagne ; il s'est aussi replié en Espagne et au Portugal depuis 2010 ; mais il reste élevé en Grèce et en Italie, augmente France et, encore davantage, en Irlande du fait de la hausse de l'endettement des sociétés non financières (Graphique 9b).

La fragilité financière de ces pays demeure donc élevée, et les tendances récessives que pourraient faire peser sur leurs économies une volonté de réduction de l'endettement privé pourraient rendre encore plus difficile la réduction des dettes publiques, en pesant sur la croissance économique.

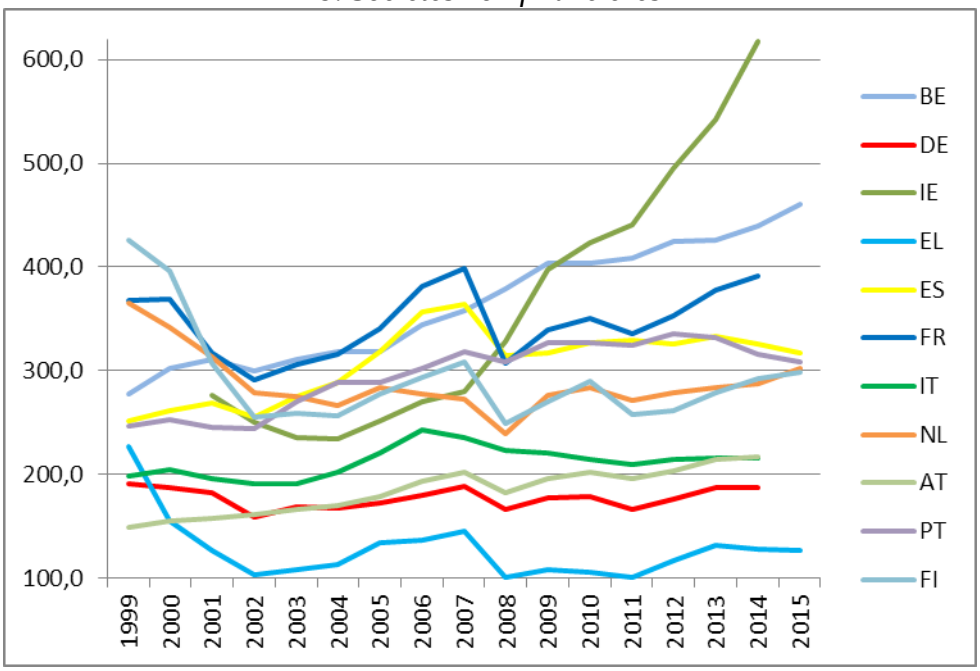
9. Dette brute du secteur privé non financier
(% du PIB)

a. Total



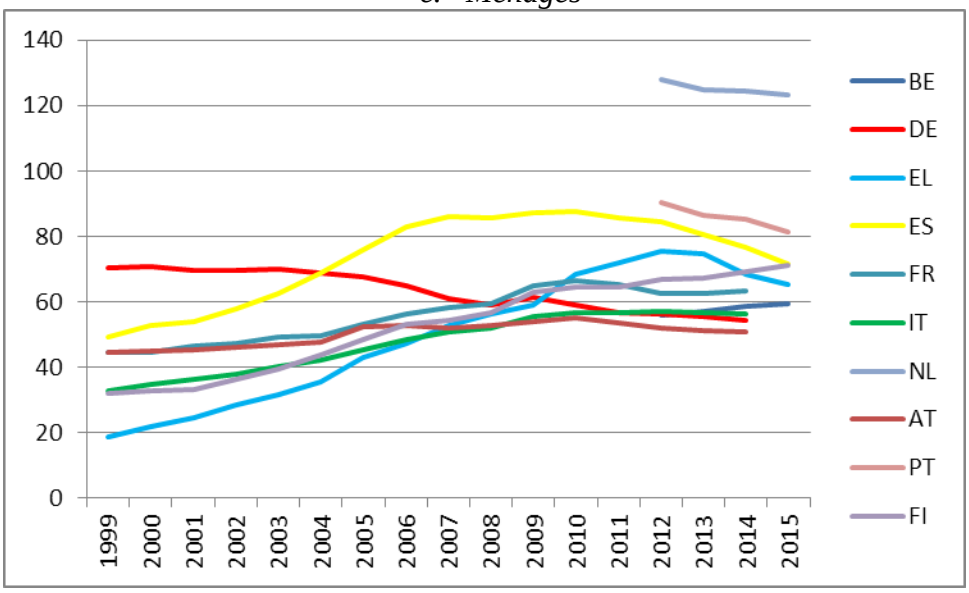
Source : Eurostat.

b. Sociétés non financières



Source : Eurostat.

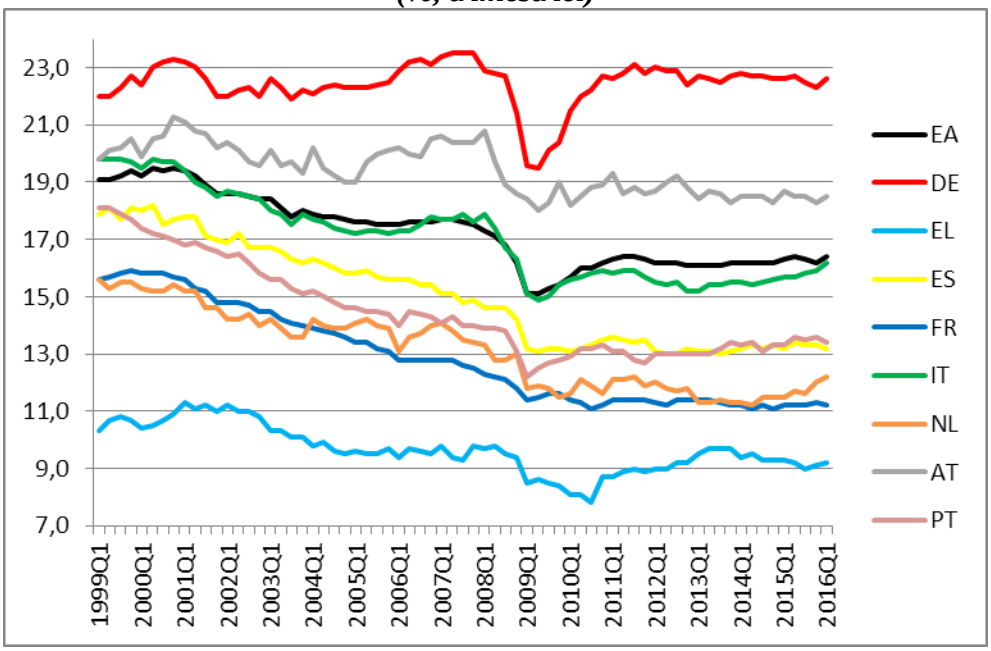
*c. Ménages**



Source : Eurostat.
* Données non disponibles pour l'Irlande ; données manquantes pour la Belgique et le Portugal.

Au cours de la première décennie d'existence de la zone euro, la structure productive des économies membres s'est sensiblement modifiée : dans tous les pays, hormis l'Allemagne, la part de l'industrie manufacturière dans le PIB a reculé, nettement en France, en Italie, en Espagne et au Portugal (Graphique 10). Depuis la Grande récession de 2009, elle s'est stabilisée un peu partout, à un niveau proche de celui 1999 en Allemagne, beaucoup plus bas dans les autres pays membres. Cette évolution semble traduire une tendance à la spécialisation et à l'agglomération des activités productives manufacturières.

10. Part de l'industrie manufacturière dans le PIB*
(%, trimestriel)

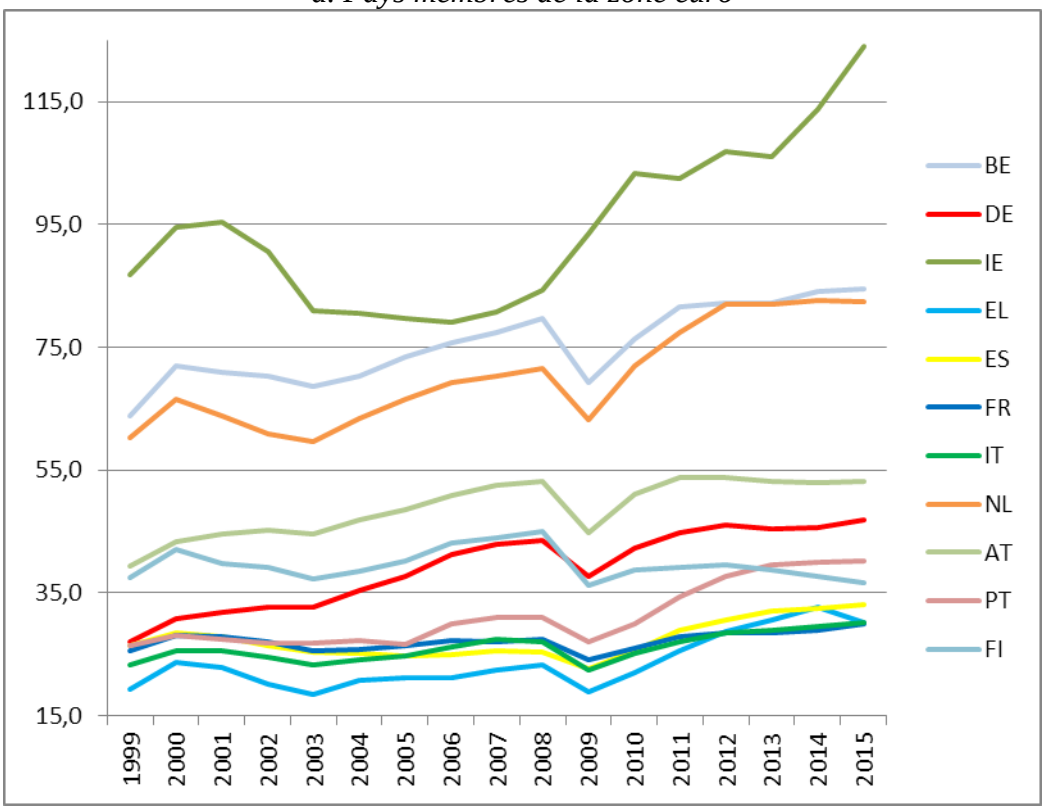


Source : Eurostat.

* Les données sont manquantes pour la Belgique. Les données irlandaises présentent des variations aberrantes en fin de période. La Finlande a été exclue par souci de lisibilité.

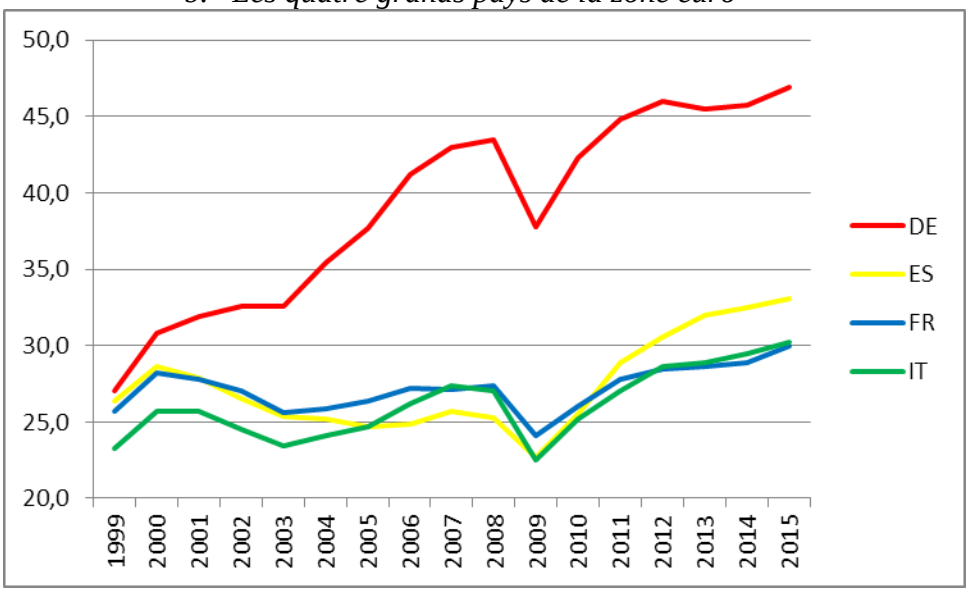
Depuis le lancement de la monnaie unique européenne, le taux d'ouverture commerciale des économies des pays membres, mesuré par la part des exportations dans le PIB, s'est accru (Graphiques 11). Mais, alors que pendant la première décennie d'existence de la zone, il demeurait relativement stable en France, en Italie et en Espagne, il retrouvait, en Allemagne, un niveau comparable à celui observé avant l'unification allemande (1990) ; l'écart en matière d'ouverture commerciale entre l'Allemagne et les trois autres grandes économies de la zone euro s'est ainsi considérablement creusé en 15 ans (Graphique 11b).

11. Taux d'ouverture commerciale
(part des exportations dans le PIB, %)
a. Pays membres de la zone euro



Source : Eurostat.

b. Les quatre grands pays de la zone euro



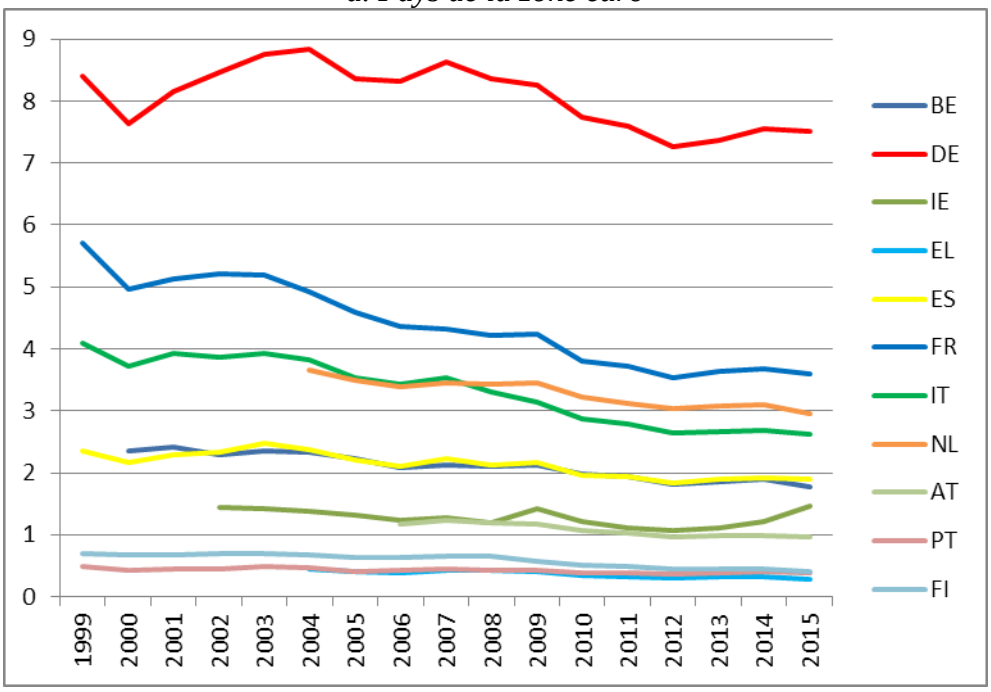
Source : Eurostat.

Les pertes de compétitivité externe des économies « périphériques » de la zone euro étant à l'origine d'une part importante de leurs difficultés, l'amélioration constatée sur cet indicateur a, jusqu'à présent, été insuffisante (cf. plus haut et Graphiques 6). A l'échelle globale, seule l'Allemagne est parvenue à stabiliser sa part de marché à l'exportation (Graphique 12a), tandis que celles de tous les autres pays de la zone euro reculaient tendanciellement, contrepartie de la montée en puissance des pays émergents. Mais les politiques volontaristes de redressement de la compétitivité menées depuis 2010 dans ces pays ne sont pas parvenues à inverser cette tendance, sauf en Irlande : France, Espagne et Italie semblent certes en voie de stabiliser leurs parts de marché, mais ni le Portugal ni la Grèce n'y parviennent (Graphique 12b).

12. ***12.***

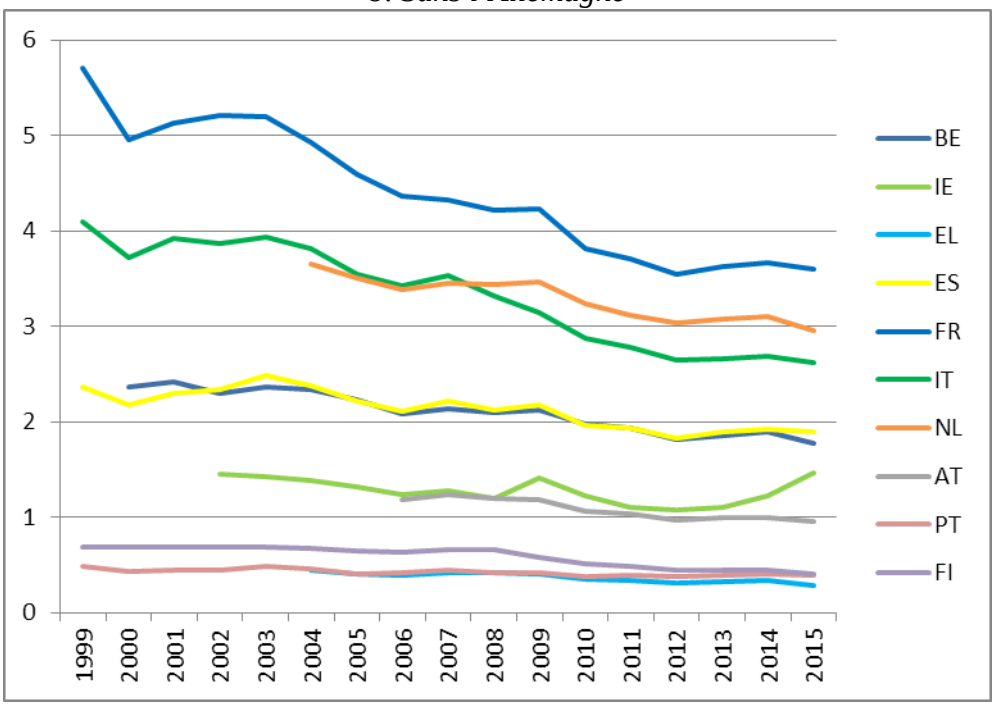
Parts de marché à l'exportation
(% des exportations mondiales)

a. Pays de la zone euro



Source : Eurostat.

b. Sans l'Allemagne



Source : Eurostat.

En dépit de ces médiocres performances à l'exportation, tous les pays membres de la zone euro ont, depuis la crise de 2008, spectaculairement amélioré le solde de leur balance des opérations courantes (somme du solde de la balance commerciale et du solde des revenus reçus du reste du monde et versés au reste du monde), comme l'indiquent les Graphiques 11.

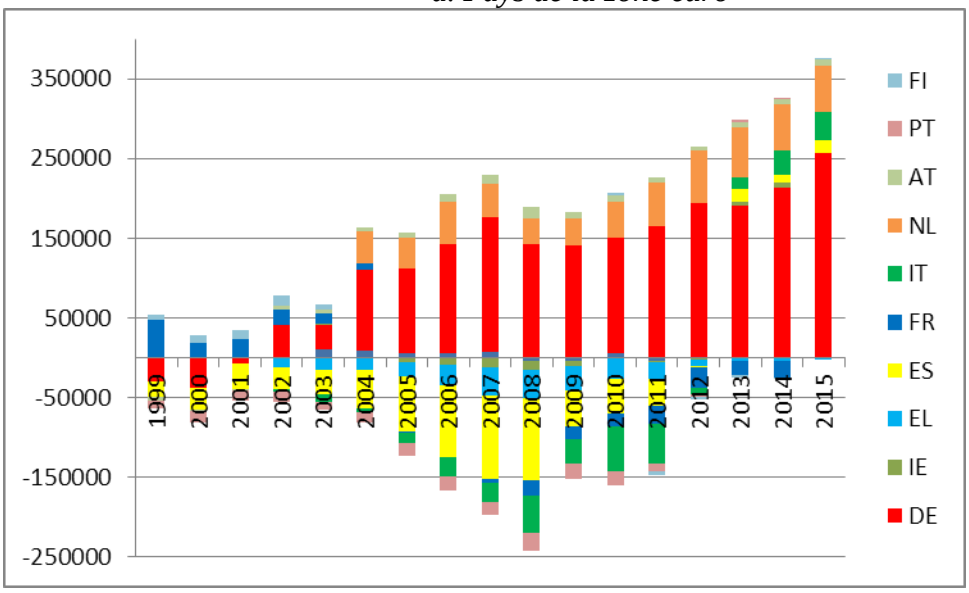
Pendant la première décennie d'existence de l'union monétaire européenne, le solde courant de la zone euro avait été constamment proche de l'équilibre, les excédents courants de certains pays compensant les déficits courants des autres ; mais la polarisation des soldes courants avait été croissante : alors que l'Allemagne et les Pays-Bas affichaient des excédents de plus en plus importants, les pays du Sud de la zone, notamment l'Espagne et la Grèce, enregistraient des déficits de plus en plus marqués[14] (Le Cacheux, 2009). Les flux financiers transfrontaliers au sein de la zone assuraient alors la compensation et le financement : les pays en situation de capacité de financement – ou excès d'épargne – finançaient, directement ou indirectement, ceux qui avaient un besoin de financement – insuffisance d'épargne, ou excès d'investissement. L'observation de soldes courants non nuls d'une telle ampleur n'est pas nécessairement le signe de déséquilibres macroéconomiques : un rattrapage de croissance ou des dynamiques démographiques durablement différentes peuvent parfaitement expliquer des écarts durables – et soutenables – entre épargne nationale et investissement sur le territoire national. Mais de tels écarts peuvent également engendrer une fragilité financière – dans la mesure où ils nécessitent des flux de capitaux substantiels et pérennes – ou être les symptômes d'excès d'investissements spéculatifs et/ou d'un endettement excessif – comme dans le cas des bulles immobilières observées en Espagne et en Irlande au cours des années précédant la crise financière de 2007-2008.

Les nouveaux critères introduits après la crise de le cadre de la surveillance, par la Commission européenne, des déséquilibres macroéconomiques incluent désormais des plafonds – arbitraires et, à la demande expresse du gouvernement allemand, asymétriques – pour les soldes courants nationaux : 4% du PIB pour les déficits et 6% pour les excédents. Les politiques d'ajustement mises en œuvre après la crise des dettes souveraines, dans les pays directement touchés mais aussi dans les autres, qu'il s'agisse des politiques d'austérité budgétaire ou de la modération salariale, ont réduit la demande intérieure, notamment l'investissement, tandis que les efforts de désendettement des agents privés augmentaient l'épargne : les déficits courants se sont fortement contractés depuis 2010, et ont, presque partout, fait place à des excédents (Graphiques 11), dès lors que l'investissement national se contractait fortement et que l'épargne nationale augmentait. Dans le même temps, les excédents courants affichés par l'Allemagne, l'Autriche et les Pays-Bas s'accroissaient, au point que le premier dépassait, dès 2011, la barre des 6% du PIB et atteignait 8,5% du PIB en 2015 (et 8,6% du PIB aux Pays-Bas). La zone euro enregistrait donc en 2015 un excédent courant de plus de 350 milliards €, un excès d'épargne pesant sur le dynamisme de l'économie mondiale.

[14] Sur les déséquilibres extérieurs croissants au cours de la première année d'existence de la zone euro, voir J. Le Cacheux (2009), *op. cit.*

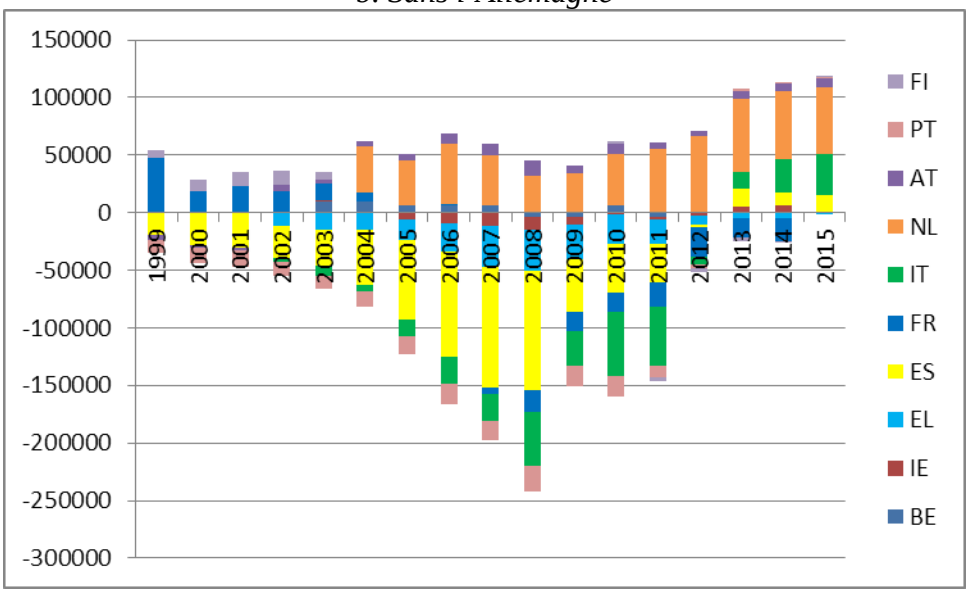
13.13 Soldes de la balance courante (annuel, millions d'euros)

a. Pays de la zone euro



Source : Eurostat.

b. Sans l'Allemagne



Source : Eurostat.

5. Conclusion

Inspirés par la notion de zone monétaire optimale[15] (Mundell, 1961), les concepteurs de l'union monétaire européenne imaginaient que la convergence des économies nationales réunies au sein de la zone euro était nécessaire à son bon fonctionnement, notamment en raison de l'impossibilité, désormais, de modifier les parités au sein de la zone et de

[15] L'article fondateur, dont l'influence sur les fondateurs de la zone euro est indéniable, est celui de R. Mundell (1961), « A Theory of Optimal Currency Areas », *American Economic Review*, vol.51, n°4, septembre.

l'uniformité de la politique monétaire de la banque centrale gérant la monnaie unique. Les « critères de Maastricht », imposés aux pays désirant entrer dans l'union monétaire, avaient été conçus pour que cette convergence soit réalisée avant le lancement de l'euro. Mais, d'une part le respect des critères à la veille de la création de l'euro, en 1998, s'était, dans de nombreux pays, opéré au prix d'efforts non soutenables et le critère d'endettement avait finalement été ignoré ; d'autre part, la convergence ainsi obtenue n'était que nominale : les structures économiques, les compétitivités et les politiques autres que monétaire demeuraient autonomes et hétérogènes. En outre, les parités choisies pour les monnaies nationales au moment du lancement de l'euro étaient probablement surévaluées pour les pays « périphériques » et, à l'instar de ce qui avait été observé après la réunification allemande et le choix d'une parité surévaluée pour l'Ostmark, l'unification monétaire a engendré une dégradation de la compétitivité.

Alors que les déséquilibres, notamment financiers, s'accumulaient pendant la première décennie d'existence de l'euro, ils ont été largement occultés par la convergence nominale, notamment celle des taux d'intérêt de long terme – taux des obligations sur les dettes publiques. Pourtant, les taux d'inflation nationaux demeuraient différents[16] (Le Cacheux, 2009) et les déséquilibres de balance courante se creusaient. La crise financière de 2007-2008 et la Grande récession de 2009 ont servi de révélateurs à ces déséquilibres et accentué encore l'hétérogénéité économique et financière de la zone, notamment dans le domaine des finances publiques.

Mais surtout, les règles qui prévalent en matière de politique budgétaire et les recommandations de la Commission en matière de « réformes structurelles » ont incité ou contraint les gouvernements nationaux des pays membres de la zone euro, et singulièrement ceux qui ont dû avoir recours à l'assistance financière à la suite de la crise des dettes souveraines de 2010, à privilégier des stratégies d'ajustement non coopératives – austérité budgétaire, dévaluation fiscale (concurrence fiscale) et dévaluation interne (baisse des coûts salariaux) – qui n'ont pas contribué à la convergence réelle, au contraire. Ces politiques nationales d'ajustement ont pesé sur la demande et retardé la reprise économique, tout en aggravant certains déséquilibres, notamment le chômage. De ce fait, elles ont accru les divergences dans certains domaines et ralenti la réduction des déficits et dettes publics.

Puisque les difficultés des économies « périphériques » de la zone euro proviennent essentiellement de la perte de compétitivité qu'elles ont subies – souvent à cause de politiques économiques nationales erronées, en l'absence de signaux de marché appropriés – depuis le lancement de la monnaie unique, et d'une accumulation excessive d'endettement – surtout privé avant la crise, public après --, c'est à la cause des problèmes, plutôt qu'aux symptômes, qu'il aurait fallu s'attaquer. Au lieu de recourir à des cures d'austérité budgétaire, qui anémient la croissance et rendent plus difficile le désendettement des agents privés et publics, et à des politiques de « dévaluation interne » -- par la modération salariale, la baisse des prélèvements qui grèvent les coûts de production ou la hausse de la TVA --, qui ne restaurent la compétitivité qu'au détriment des partenaires et sont donc, par nature, non coopératives et sujettes à la surenchère, il eut été préférable d'encourager, voire de financer à l'aide de fonds européens, des politiques améliorant la productivité de la main-d'œuvre de ces pays et leur potentiel de croissance soutenable, ce qui aurait eu, en outre, l'avantage de contribuer aux objectifs européens de la stratégie 2020 : investir dans l'efficacité énergétique et les énergies renouvelables, ainsi que dans la formation de capital humain aurait favorisé le redressement

[16] Voir J. Le Cacheux (2009), *op. cit.*

de la productivité de ces économies, donc leur compétitivité, tout en procurant à l'ensemble de la zone un surcroît de croissance facilitant le désendettement.

Outre leurs coûts intrinsèques pour les économies qui les subissent, lces déséquilibres persistants et les divergences qui en résultent risquent, si elles perdursistent, de rendre la tâche de la Banque centrale européenne (BCE) plus difficile à l'avenir, car l'orientation souhaitable de la politique monétaire ne sera pas la même pour tous. On en observe déjà les symptômes depuis quelques mois : fortement accommodante pour éviter la déflation qui menace, favoriser la reprise dans les pays les plus touchés par la récession et alléger le coût des dettes publiques, la politique monétaire de la BCE est aujourd'hui critiquée dans les pays qui, tels l'Allemagne, sont proches du plein emploi, connaissent des tensions salariales et dans lesquels les épargnants jugent insuffisants les taux de rendement des placements.

Références

Blanchard, Olivier, et Daniel Leigh, 2013, « Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers », *American Economic Review*, vol.103, n°3, mai.

Commission européenne, 2016, *Quarterly Report on the Euro Area*, ECFIN, vol.15, n°2, juillet, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip030_en.pdf .

Creel, Jérôme, Eric Heyer et Mathieu Plane, 2011, « Petit précis de politique budgétaire par tous les temps, Les multiplicateurs budgétaires au cours du cycle », *Revue de l'OFCE*, http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/2-116.pdf .

Laurent, Eloi, et Jacques Le Cacheux, 2010, « Zone euro : *No future ?* », *Lettre de l'OFCE*, 320, 14 juin, http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/lettres/320.pdf .

Le Cacheux, Jacques, 2009, « The Challenges and Trappings of Convergence », *L'Europe en formation, Journal of Studies on European Integration and Federalism*, 351, mars.

Le Cacheux, Jacques, 2010, « How to Herd Cats: Economic Policy Coordination in the Euro Zone in Tough Times », *Journal of European Integration*, vol.32, n°1.

Le Cacheux, Jacques, et Eloi Laurent, 2015, *Report on the State of the European Union*, vol.4, *Is Europe Sustainable?*, Palgrave MacMillan.

Mundell, Robert, 1961, « A Theory of Optimal Currency Areas », *American Economic Review*, vol.51, n°4, septembre.

OFCE-ECLM-IMK-AK, 2015, *Give Recovery a Chance*, Fourth iAGS Report, 15 novembre, http://www.iags-project.org/documents/iags_report2016.pdf .