

# POLITIQUES MACROÉCONOMIQUES ET RÉFORMES STRUCTURELLES

## Bilan et perspectives de la gouvernance économique au sein de l'Union européenne<sup>1</sup>

Jean-Paul Fitoussi, Jean-Luc Gaffard et Francesco Saraceno\*

Les années de préparation et d'installation de l'euro ont été des années de croissance faible ou médiocre dans les grands pays de la zone. Cette performance décevante est, souvent, attribuée aux défaillances des marchés de biens et de travail et par suite, à l'insuffisante attention portée aux réformes structurelles touchant au fonctionnement de ces marchés. Dans cette perspective, la politique monétaire ne saurait être incriminée, par plus que les règles du Pacte de stabilité. La crise financière, tout en conduisant à envisager de suspendre certaines règles contraignantes, ne ferait que confirmer la pertinence de la gestion des taux d'intérêt par la Banque centrale européenne qui se serait avérée beaucoup plus appropriée que celle qui a prévalu outre-Atlantique. Cet article propose une lecture sensiblement différente de la réalité en considérant que la faible croissance est la conséquence de politiques macroéconomiques restrictives plus que la résultante du refus de réformes structurelles qui furent nombreuses en cette période. Elle n'est pas liée à l'existence de l'euro qui ne pouvait que favoriser la croissance en évitant les turbulences monétaires. Elle tient à la nature du compromis politique qui a présidé à la mise en œuvre de la monnaie unique. Celui-ci en imposant des critères de neutralité monétaire et budgétaire et en poussant à des réformes structurelles dont le véritable enjeu est de faire accepter une nouvelle norme de répartition des revenus, ne pouvait être que préjudiciable à la croissance. La refondation des politiques de croissance exige une révision de cette norme dont la crise financière peut fournir l'opportunité.

---

1. Cet article s'inscrit dans le cadre du projet de recherche POLHIA (Monetary Fiscal and Structural Policies with Heterogeneous Agents), financé par la Commission européenne (7<sup>e</sup> programme cadre). Nous remercions de ses commentaires et remarques le rapporteur et nous restons responsables des erreurs qui subsisteraient.

*Affiliation au moment de la publication* : \* OFCE, Sciences Po.

Publié dans *Revue d'Économie Politique*, 120 (2) : 247-268, 2010 © Reproduit avec l'autorisation de la Revue.

## 1. Introduction

La question de la gouvernance économique de l'Europe se pose aujourd'hui dans des conditions tout à fait spécifiques et particulièrement dramatiques. La crise financière conduit les États à accepter de suspendre des règles jugées hier essentielles à la politique économique, au premier rang desquelles les règles budgétaires. On pourrait être tenté de croire qu'il s'agit d'un épisode transitoire ne remettant nullement en cause les principes qui ont prévalu jusqu'à maintenant. Les mesures prises dans l'urgence, dans ce cas, ne changeraient rien à la stratégie de long terme. Dans cette perspective, il est, d'ailleurs, de bon ton de considérer que la crise résulte de la politique de bas taux d'intérêt de la Réserve fédérale américaine et pourrait justifier après coup la politique de la Banque centrale européenne beaucoup plus prudente en la matière. L'euro serait ainsi paré de toutes les vertus : non seulement, il nous protégerait des conflits de change entre pays européens mais il aurait été géré de manière quasi-optimale. Alternativement, la crise pourrait être vue comme le révélateur de dysfonctionnements profonds de la régulation économique touchant à des choix essentiels faits en Europe comme aux États-Unis et concernant le lien qu'entretient la croissance avec les politiques macroéconomiques. Le révélateur aussi que, de part et d'autre de l'Atlantique, des taux de rendement financiers extravagants au regard des taux de croissance, loin d'être le reflet de la performance sinon de l'intelligence de la finance, ne faisaient que camoufler une redistribution à rebours des revenus sans effet durable sur la croissance. Dans cette deuxième hypothèse, il faudrait alors reconsidérer la stratégie de croissance de l'Union européenne dans son ensemble.

Le mode actuel de gouvernance au sein de l'Union européenne repose sur des principes visant à la neutralité monétaire et budgétaire et à la mise en œuvre de réformes structurelles censées permettre une hausse du taux de croissance potentiel et une diminution du taux de chômage. La stratégie de croissance ainsi définie, qui consiste à substituer des règles intangibles à des choix discrétionnaires de politique économique, a conduit à une sorte de compétition entre les pays européens qui s'est traduite par des divergences entre petits et grands pays, puis, plus récemment, par des divergences entre grands pays, chaque pays finissant par essayer de gagner au détriment de ses voisins. Cette situation peut effectivement être interprétée de différentes manières et

il est toujours possible de considérer que si les réformes structurelles étaient partout réalisées, un nouvel équilibre inter-temporel devrait s'établir avec plein emploi et distribution équitable. Il reste, pourtant, à démontrer que ces réformes influencent effectivement le taux de croissance potentiel. Si jamais elles n'ont qu'un effet temporaire ou même un effet négatif sur la croissance, alors elles ne font que favoriser une redistribution des revenus rendue cohérente avec les promesses de rentabilité des capitaux. Elles ne font que traduire un choix politique de répartition (Fitoussi 2006). Or la crise économique, comme on le verra, a révélé que la croissance fondée sur la nouvelle répartition n'était pas soutenable dès lors que la demande ne pouvait être maintenue au niveau requis que moyennant un endettement insoutenable des ménages salariés ou un recours aux excédents commerciaux. Le problème posé est, alors, celui de la viabilité d'un mode de gouvernance dont les règles masquent des arbitrages en matière de répartition qui ne sauraient être neutres au regard de la croissance.

La suite de l'article sera organisée comme suit. La section 2 est consacrée à énoncer les fondements théoriques de la gouvernance actuelle de l'Union européenne. La section 3 retient les divergences de performances entre pays de la zone euro comme révélatrices des impasses auxquelles conduit le consensus théorique fondateur. La section 4 énonce ces impasses et propose les lignes directrices d'une refondation des politiques de croissance. La section 5 conclut.

## **2. Les fondements théoriques de la gouvernance économique actuelle de l'Union européenne**

L'avènement de l'euro fut soumis à deux conditions : la constitution d'une banque centrale indépendante chargée de veiller à la stabilité des prix et la mise en œuvre d'un pacte de stabilité et de croissance encadrant strictement les marges de manœuvre budgétaire. Ces conditions traduisent la doctrine selon laquelle la neutralité des interventions publiques est un préalable à la croissance. Le taux de croissance potentiel est strictement déterminé par des données structurelles afférentes au fonctionnement des marchés et renvoyant le plus souvent à la nature des institutions. La tendance (linéaire ou cyclique) dite d'équilibre traduit simplement l'évolution naturelle des gains de productivité. Toute déviation vis-à-vis des règles d'ordre monétaire ou budgétaire est censée provoquer des fluctuations inappropriées du produit autour de cette tendance. Dans cette perspective, les réformes structurelles sont

les seules à même de faire augmenter le taux de croissance potentiel et diminuer le taux de chômage d'équilibre. Elles ont, en outre, pour caractéristique de pouvoir et de devoir être mises en œuvre au niveau des États dans le cadre d'une subsidiarité bien comprise. La théorie économique sanctuarise cette pratique en justifiant aussi bien une politique monétaire se référant au seul taux d'inflation que des réformes des marchés visant à toujours plus les libéraliser. En justifiant également le principe de subsidiarité qui voudrait notamment que l'absence de réformes dans un pays pénaliserait uniquement ce dernier en termes de parts de marché et d'emploi alors que la liberté d'action budgétaire aurait des conséquences néfastes pour les pays vertueux comme pour les pays non vertueux. Il s'agit, au final, d'imposer une norme sociale censée constituer un optimum social.

### 2.1. La neutralité active de la politique monétaire

La politique monétaire trouve son fondement principal dans les modèles de la Nouvelle Économie Keynésienne (voir encadré 1) qui préconisent une politique monétaire active en présence de rigidités nominales, mais concluent comme la théorie classique à l'efficacité d'une action visant la seule stabilité des prix. Elle consiste à manipuler le taux d'intérêt eu égard aux seules tensions inflationnistes avec la conviction étayée par la théorie que l'écart au taux de croissance potentiel se résorberait en même temps que ces tensions.

---

#### Encadré 1. Le modèle de Woodford (2003)

L'analyse de la nouvelle synthèse néo-classique consiste à introduire des rigidités nominales dans un modèle d'équilibre général dynamique caractérisé par des chocs stochastiques. Ce modèle est celui de la théorie des cycles réels. Il définit un sentier dynamique virtuel qui sert de référence au sentier effectif. L'écart entre les deux sentiers vient des chocs réels ne s'ajustent pas. Les rigidités engendrent des déviations du taux de marge (par exemple des augmentations en cas de choc de productivité positif), des fluctuations inefficaces du produit, et, du fait de l'absence de synchronisation des ajustements de prix, une allocation inefficace des ressources. Elles ne peuvent pas être éliminées, mais leurs résultats peuvent être corrigés, en l'occurrence par la politique monétaire. Dans ce contexte, la monnaie n'est pas neutre, mais elle obéit à des règles censées produire une situation équivalente à la situation de neutralité quand les prix et les salaires sont flexibles. La politique monétaire doit avoir pour objectif de contrecarrer les effets des rigidités nominales.

Le mécanisme en jeu s'inscrit sur deux périodes : celle de l'anticipation du choc et celle de la réalisation du choc. Les décisions de demande sont le résultat de la condition de maximisation de l'utilité intertemporelle. Le niveau de la demande agrégée est influencé par la demande anticipée, par le taux d'intérêt nominal fixé par la banque centrale et par les anticipations d'inflation (les chocs de préférence mis à part).

Les rigidités nominales se traduisent par le fait qu'une fraction des entreprises est contrainte de produire et vendre au prix de la période précédente, tandis que l'autre fraction fixe de nouveaux prix mais en tenant compte de la probabilité positive de ne pas pouvoir modifier ses prix au cours des périodes suivantes. L'offre globale est alors déterminée positivement par les anticipations de taux d'inflation courantes et futures.

Quand toutes les firmes ne baissent pas leurs prix face à un choc positif de productivité, cette situation est rationnellement anticipée par les consommateurs qui savent que le produit futur sera inférieur à son niveau naturel et le niveau des prix supérieur. L'anticipation d'inflation conduit ces consommateurs à augmenter leur demande courante et par suite à initier une offre courante plus élevée à des prix fixés par des firmes en concurrence monopolistique qui maximisent leurs profits, qui sont également plus élevés. Le taux d'inflation courant augmente ainsi en réaction à l'augmentation du taux d'inflation anticipé. La relation de Phillips est de type « forward looking ».

Cette formulation implique l'absence d'arbitrage entre l'inflation et le chômage : dans la mesure où la Banque Centrale s'engage à stabiliser les prix, elle peut obtenir la stabilité de l'*output gap*. Les variations courantes de prix reflètent les anticipations de l'*output gap*.

Selon le modèle, un changement de politique monétaire affecte immédiatement le produit dès lors qu'il n'est pas permis que tous les prix et salaires s'ajustent. Il affecte aussi immédiatement l'inflation courante et l'inflation anticipée pour le futur.

Dans ces conditions, face à un choc technologique positif, une politique monétaire consistant à augmenter le taux d'intérêt nominal a un double effet en égalisant le taux courant au taux d'intérêt naturel : elle réduit le taux d'inflation courant et elle augmente la demande future des consommateurs qui doit alors correspondre au produit naturel. Les firmes n'ont aucune incitation à changer leurs prix qui sont totalement rigides : le taux d'inflation est nul. Les distorsions intertemporelles de consommation et les distorsions de prix relatifs sont éliminées.

---

Les fondamentaux de l'économie (préférences, technologies, droits de propriété) déterminent un taux d'intérêt réel, le taux requis pour que la demande de biens soit égale au montant de l'offre à chaque point du temps. Si comme il est avéré empiriquement (Fabiani *et al.*, 2005 ; Alvarez *et al.*, 2005), salaires et prix ne s'ajustent pas immédiate-

ment pour solder les marchés, le taux d'intérêt réel n'est pas à ce niveau. Il appartient, alors, à la banque centrale de contrôler les taux d'intérêt nominaux et de pouvoir ainsi déplacer le taux d'intérêt réel.

Dans ce contexte, les autorités monétaires répondent à la viscosité des prix des biens. En revanche, elles n'ont pas à se préoccuper des variations des prix des actifs financiers car ces prix sont très fortement flexibles et sont censés refléter fidèlement des anticipations rationnelles. « Les prix que la politique monétaire devrait stabiliser sont ceux qui sont ajustés peu fréquemment et dont on peut anticiper qu'ils deviennent mal alignés dans un environnement qui requiert que ces prix changent dans l'une ou l'autre direction. De grands mouvements de prix fréquemment ajustés – et les prix des titres sont parmi les prix les plus flexibles – peuvent être admis sans crainte excessive, et si leur permettre de varier rend possible une plus grande stabilité des prix visqueux, alors une telle instabilité des prix flexibles est désirable » (Woodford, 2003 p. 16). Les mouvements de capitaux financiers, qu'il s'agisse de mouvements internes ou externes, sont réputés utiles et efficaces.

Pour autant, l'efficacité de la politique monétaire n'est pas remise en cause. Il n'existe pas de conflit entre l'efficacité des marchés financiers liée à leur sophistication et l'objectif de stabilité macroéconomique que la politique monétaire permet d'atteindre. « La manière principale dont la politique monétaire fonctionne aujourd'hui – aux États-Unis et dans le monde industrialisé – est en affectant le niveau des taux d'intérêt, plutôt qu'à travers des contrôles quantitatifs sur les flux de crédit. Non seulement, cela semble être un canal suffisant pour que les banques centrales réalisent tout à fait correctement leur objectif de stabilisation (...), mais c'est celui qui est le plus compatible avec un argument important en faveur de l'usage de la politique monétaire comme principal instrument de stabilisation. C'est l'idée que la politique monétaire a l'avantage d'agir relativement uniformément sur les décisions de dépense dans l'économie, permettant aux décideurs politiques de stabiliser les pressions inflationnistes, sans créer des distorsions indues dans l'affectation des ressources entre les secteurs de l'économie » (Woodford, 2002 p. 3-4). L'action sur le taux d'intérêt nominal relève du choix de maintenir la stabilité des prix. La structure des prix et les quantités sont maintenues à leur niveau optimal. Ainsi, en empruntant des voies différentes, l'analyse de la Nouvelle Économie Keynésienne partage avec la Nouvelle Économie Classique le principe d'une politique monétaire totalement efficace en étant exclusivement dédiée à la stabilité du niveau général des prix.

## 2.2. La politique budgétaire

Si la politique monétaire doit se limiter à cibler l'inflation, la politique budgétaire quant à elle a un rôle encore plus limité. Le consensus veut qu'à cause de la tendance des hommes politiques à ne pas poursuivre le bien commun mais leur propre intérêt, la politique budgétaire soit souvent utilisée de manière inappropriée et excessive ; en outre, même quand la politique est électoralement désintéressée, son utilisation ne serait pas très facile principalement en raison des délais de décision et de mise en place des mesures fiscales et budgétaires. Pour toutes ces raisons, le consensus prescrit que la politique budgétaire discrétionnaire soit bannie de la boîte à outils des gouvernements, et qu'on laisse seulement les stabilisateurs automatiques libres d'opérer, sans délais ni possibilité pour les dirigeants politiques de mettre en place des politiques néfastes.

Cette vision est à la base du Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC), qui impose aux pays membres de la zone euro de maintenir un budget équilibré sur la durée du cycle, et de ne jamais dépasser la barre de 3 % du rapport déficit public/PIB ni la barre de 60 % du rapport dette publique/PIB. L'accent est ainsi mis prioritairement sur la soutenabilité de la dette publique et sur les règles budgétaires conçues pour satisfaire cet objectif. Cet arrangement institutionnel laisserait les stabilisateurs automatiques libres d'agir pour absorber les chocs, sans donner aux gouvernements la possibilité de faire des choix qui mettraient en danger la stabilité financière des autres pays membres. Le PSC impose donc une sorte de coordination « par le bas » : en suivant la règle sans exercer de choix discrétionnaire, les pays membres convergeraient vers une homogénéité de facto de leur politique budgétaire. Dans ce cadre théorique et institutionnel, il n'y a pas de nécessité de coordination des politiques budgétaires entre elles ni avec la politique monétaire. Un simple gouvernement par les règles est censé être suffisant pour une gouvernance macroéconomique efficace.

## 2.3. La libéralisation des marchés

Dans cette vision d'ensemble, les réformes structurelles seraient, notamment, justifiées par l'inadaptation des institutions héritées de la période d'après-guerre et la nécessité de s'adapter aux nouvelles conditions de la croissance. Elles consistent à éliminer ou, à tout le moins réduire, les imperfections sur les marchés de produits comme

sur le marché de travail qui sont censées constituer autant d'obstacles à l'innovation.

La question en jeu est celle du rapport qu'entretient le degré de concurrence avec les incitations à innover. La théorie schumpétérienne prédit que l'innovation décline avec la concurrence dans la mesure où la concurrence sur le marché des produits réduit les rentes captées ex post et par suite les incitations à innover. Cette assertion n'est pas corroborée par l'observation. Il semble qu'une plus forte pression concurrentielle, notamment attestée par l'abaissement des barrières à l'entrée, puisse constituer un facteur de renforcement des innovations. La raison invoquée à l'appui de cette observation est que lorsque les entreprises sont situées sur la frontière technologique, elles sont incitées à innover pour échapper à une concurrence rendue possible par l'absence de barrières à l'entrée. À l'opposé, lorsque ces mêmes entreprises sont loin de la frontière, elles ne sont incitées à introduire de nouvelles technologies que si elles sont protégées de la concurrence des entreprises situées, elles, sur la frontière (Aghion et Griffith, 2005).

Or, l'Europe qui sortait de la deuxième guerre mondiale était caractérisée par un retard de revenu et de productivité ; dans ce cadre, des marchés protégés ont permis une activité d'imitation et de rattrapage technologique. Au fur et à mesure que la convergence vers la frontière se produisait, le manque de concurrence aurait constitué un handicap et un obstacle à l'innovation et à la croissance de la productivité (Eichengreen, 2007). Les tenants de cette théorie plaident donc pour une libéralisation accrue des marchés des produits, qui est censée augmenter en même temps le bien-être des consommateurs et les incitations à innover.

Les marchés du travail doivent, également, faire l'objet d'une dérégulation. Le principe est que la possibilité offerte d'embaucher, de licencier et de fixer les salaires plus librement est une incitation à investir et, par suite, favorise la croissance. La justification analytique (Saint Paul, 1997, 2002) est la suivante. Les gains de productivité les plus importants sont obtenus par les firmes engagées dans de nouveaux secteurs caractérisés par un intense processus de destruction créatrice impliquant à son tour de fortes fluctuations de l'emploi. Dès lors, une protection excessive de l'emploi – des obstacles aux licenciements – devient un frein à l'investissement et à l'innovation (et donc à la croissance des gains de productivité). Une plus grande flexibilité du marché du travail serait, au contraire, un facteur de croissance. Auto-

riser institutionnellement de larges fluctuations de l'emploi, c'est encourager les firmes à prendre des risques accrus puisqu'elles n'auront pas à supporter ces risques qui seront reportés sur les travailleurs. L'enjeu de l'organisation du marché du travail est avant tout de réduire la possibilité pour le travail de s'approprier une rente au détriment du capital censé être devenu un facteur spécifique dont la valeur dépendrait des arrangements avec le travail (Caballero, 2007).

#### **2.4. La permissivité du système financier**

Dans ce contexte, le système financier influencerait le taux de croissance, certes, en allouant le maximum de ressources à l'investissement, mais aussi en rendant les fluctuations de l'activité économique efficaces (Aghion et Banerjee, 2005). Le principe de l'analyse est simple. La volatilité du produit est censée être corrélée positivement avec sa croissance moyenne : les récessions sont un moment privilégié de restructuration de l'activité économique et permettent l'élimination des mauvaises entreprises et l'émergence des bonnes ; cette sélection se conclut par une hausse de la productivité sur la moyenne période. Encore faut-il que les entreprises innovatrices puissent bénéficier des moyens financiers nécessaires à la réalisation d'investissements porteurs d'innovations et inscrits dans le long terme. Si tel n'est pas le cas, ces investissements deviennent fortement pro-cycliques et les récessions ne jouent pas le rôle que l'on attend d'elles. L'Europe aurait ainsi connu une croissance en moyenne plus faible que celle enregistrée aux États-Unis parce qu'elle souffrirait d'un système financier insuffisamment développé. « Le développement de la finance détermine le niveau de concurrence dans le reste de l'économie. Des ressources financières limitées sont une barrière à l'entrée de nouvelles entreprises. Des marchés financiers imparfaits se traduisent par la protection des entreprises existantes inefficaces dans tous les secteurs de l'économie » (Wyplosz et Tabellini, 2004 p. 21). La segmentation des marchés financiers, celle du secteur bancaire, et la prédominance présumée des banques nouant des relations de long terme avec leurs clients sont perçues comme des obstacles à la croissance.

#### **2.5. La subsidiarité**

Alors que la politique monétaire est commune et que les politiques budgétaires sont contraintes par les règles communes relatives au déficit budgétaire et à la dette publique, les politiques de l'offre sont

censées relever de chacun des États. Le principe de subsidiarité est énoncé comme suit. « Les politiques de croissance et d'amélioration de la productivité se traduisent par des modifications des termes de l'échange (au travers des prix et des salaires) ; si les marchés fonctionnent de manière adéquate, le pays qui agit est confronté à une motivation collectivement optimale et il n'y a pas d'argument valide pour une intervention gouvernementale et donc pour une coordination. En d'autres termes, les pays qui adoptent des politiques d'offre efficaces sont récompensés par le marché ; les autres pâtissent de leur propre comportement et profitent indirectement des efforts des autres, et pour cette raison ne peuvent pas se plaindre » (Wyplosz et Tabellini, 2004, p. 10). S'il devait y avoir des exceptions, ce serait en présence de défaillances de marché, notamment des rigidités salariales. Mais, dans ce cas de figure, « le principe de l'optimum de premier rang suggère que la solution n'est pas la coordination mais la réduction des défaillances de marché en question » (ibid., p. 11). Suivant cette ligne de pensée, la concurrence des politiques de l'offre est même souhaitable. La seule véritable exception à cette règle de subsidiarité ce sont, naturellement, les politiques qui combattent les distorsions de la concurrence, à commencer par les règles sur les aides d'État, définies à l'échelle de l'Europe.

## 2.6. Une nouvelle norme sociale

Dans le cadre théorique décrit dans les pages précédentes les politiques macroéconomiques passives – i.e. fondées sur le principe de neutralité – apparaissent comme une condition préalable de la croissance, mais aussi comme un moyen de forcer les États concernés à opérer des réformes structurelles. De fait, les États sont placés dans une position où leur réputation et, par suite, leur capacité de négociation sont subordonnées à leur acceptation des principes fondateurs de gouvernance (Fitoussi et Saraceno, 2008). En l'occurrence, les gouvernements assoient leur réputation en acceptant la recherche systématique de la stabilité des prix et l'équilibre budgétaire. Le critère aurait, certes, pu être le plein emploi ou la croissance. Mais cela ne correspondait pas aux conditions politiques qui prévalaient au moment de la naissance de la monnaie unique, ni d'ailleurs aux canons de la théorie économique dominante. L'euro ne pouvait naître que de l'acceptation de comportements présumés vertueux en matière monétaire et budgétaire. Il est même possible que le mode de gouvernance européen soit aujourd'hui utilisé pour exécuter un « agenda caché » de

démantèlement de l'État Providence, que les électeurs n'accepteraient pas s'ils étaient confrontés à un choix explicite (Fitoussi 2006).

La situation est évidemment différente aux États-Unis. La flexibilité présumée des marchés, d'ailleurs renforcée par les vagues de déréglementation, rend inutile le type de contrainte macroéconomique à laquelle (se) sont soumis les États européens. Pour autant, elle laisse le champ libre à des manœuvres macroéconomiques de grande ampleur. En fait, ces manœuvres tout entières orientées vers la préservation du plein emploi sont la conséquence d'un compromis social qui échange ce plein emploi contre de fortes inégalités de revenu et de patrimoine (Fitoussi, 2006), qui seraient sinon socialement inacceptables. Elles ont visiblement été porteuses de distorsions dont les bulles financières et immobilières, liées à des taux d'intérêt trop bas, sont, sans doute, la manifestation la plus forte et la plus dangereuse. Elles ne sauraient, pour autant, être jugées responsables de la crise actuelle dont la cause première est vraisemblablement le creusement des inégalités de revenus, autrement dit un changement structurel de grande ampleur (Fitoussi et Saraceno, 2010).

### 3. Des divergences de performances révélatrices

Les pays de l'Union européenne ont eu des évolutions contrastées qui témoignent, selon les uns de capacités différentes à respecter les mécanismes économiques fondamentaux et à appliquer les mesures qui s'imposent, selon les autres de capacités différentes à tirer parti des conditions dans lesquelles les règles institutionnelles et leur taille les placent.

Le jugement sur le rôle respectif des politiques macroéconomiques et des ajustements structurels, mais aussi sur leur articulation éventuelle, peut ainsi être formulé en se rapportant aux différences de performances enregistrées au sein de la zone euro entre petits et grands pays ainsi qu'à l'expérience allemande récente. Ces différences ont une dimension propre à l'Union européenne. L'étude comparée des pays de l'OCDE ne fait pas apparaître de différences significatives de performances de croissance entre petits et grands pays. Des différences significatives apparaissent, en revanche, quand on distingue au sein de l'Union européenne ou de l'OCDE les pays appartenant ou n'appartenant pas à la zone euro (Napoletano et Gaffard 2009, 2010). Au vu des données brutes (tableau en annexe), au sein de la zone euro,

les grands pays enregistrent des performances nettement moins bonnes que les petits pays tant en matière de taux de croissance du PIB que de taux de chômage. Elles sont aussi nettement moins bonnes que celles des grands pays hors de la zone euro. Le différentiel est particulièrement marqué dans les périodes les plus récentes, entre 1993 et 2007. La constitution de la zone euro et les stratégies de croissance qu'elle déclenche pourraient donc être responsables des différences de performances en son sein. En même temps, et ce n'est pas anodin, la dégradation qui commence en 2007 est beaucoup plus accentuée dans les petits pays que dans les grands pays de la zone euro.

Le mode de gouvernance qui prévaut au sein de l'Union européenne et, plus particulièrement, au sein de la zone euro, se serait, en effet, traduit par des divergences de performances nationales pour finalement créer des tensions internes aux grands pays, propres à creuser les inégalités. Les pays de petite taille ont pu appliquer des stratégies de croissance conformes aux prescriptions normatives en vigueur et en ont tiré parti en termes de taux de croissance. Il n'en est pas de même des grands pays dont la croissance a été faible. Cet écart de résultat pourrait être attribué au défaut d'un engagement suffisant de ces derniers dans la voie des réformes structurelles. Il est, pourtant, plus vraisemblable qu'il faille l'attribuer aux poids différents de la demande domestique et des contraintes de compétitivité dans les grands et les petits pays. L'expérience allemande ne contredit pas cette dernière hypothèse.

### 3.1. Le dilemme de la taille revisité

Le débat théorique relatif à l'impact des différences de taille sur la croissance oppose deux types d'analyse. Les uns mettent l'accent sur des fondamentaux que sont le degré d'ouverture à l'échange international et la taille du marché domestique, et décrivent les équilibres de croissance qui leur correspondent. Les autres distinguent les pays en fonction des politiques mises en œuvre dont l'opportunité et la faisabilité dépendent alors de la taille.

Les modèles de la première catégorie montrent que la taille affecte la croissance quand les barrières à l'échange sont élevées et perd de son importance dans le cas d'une intégration économique plus affirmée (Alesina, Spolaore et Wacziarg, 2005). Il est, alors, possible de déterminer la taille d'équilibre comme étant celle qui permet de maximiser le revenu net, diminué des coûts de la taille, en fait des coûts exprimant

l'hétérogénéité des préférences relatives aux politiques et aux biens publics. Elle est croissante avec les coûts fixes de fourniture des biens publics, décroissante avec les coûts de l'hétérogénéité et décroissante avec le degré d'ouverture internationale. Cet exercice formalise l'idée qu'une intégration plus poussée autorise les petits pays à faire prévaloir des préférences spécifiques, et donc, implicitement, à jouer les passagers clandestins. Toutefois, ce modèle ne dit rien sur les politiques mises en œuvre et leur influence, pas plus que sur les formes que prennent les interdépendances entre petits et grands pays au sein d'une zone intégrée.

Les modèles de la deuxième catégorie considèrent que les performances en matière de croissance dépendent des politiques structurelles, mais aussi du pilotage macroéconomique. Suivant cette perspective, les petits pays sont susceptibles de tirer parti de réformes structurelles qui améliorent leur compétitivité extérieure. La diminution des impôts et l'accroissement du montant et de la part des exportations seraient, ainsi, au cœur du miracle économique irlandais qui débute avec l'entrée de ce pays dans l'Union européenne. En fait, la baisse du coût relatif du travail affecte positivement la demande extérieure plus qu'elle n'affecte négativement la demande intérieure dont la part dans la demande totale est faible et en diminution. À l'inverse, un grand pays pratiquant la même politique risque de voir sa demande totale diminuer et son chômage augmenter. D'un point de vue théorique, dans la ligne des modèles de la nouvelle école keynésienne, l'idée est que l'ouverture de l'économie change le rôle de la demande agrégée dans la détermination de l'équilibre (Carlin et Soskice, 2008, voir encadré 2). Suivant ce modèle, dans une économie fermée, quand la capacité de négociation des salariés diminue du fait de réformes sur le marché du travail, le taux de chômage d'équilibre diminue à salaire négocié constant. Dans une économie ouverte, le taux de salaire négocié pour un taux de chômage donné diminue, mais le taux de chômage d'équilibre diminuera ou augmentera suivant l'ampleur de la diminution du taux de change réel. Dans le premier cas, la demande s'adapte (passivement) à la variation d'un taux de chômage d'équilibre simplement déterminé par les conditions structurelles de l'offre, alors que dans le deuxième cas, la variation du taux de chômage dépendra du rapport qui s'établit entre l'accroissement de la demande extérieure et la diminution de la demande interne. Si la demande intérieure est relativement plus élevée vis-à-vis de la demande extérieure, la dégradation du taux de change réel est plus forte et le taux de chômage

d'équilibre plus élevé. En bref, les effets des restrictions salariales sur le taux de chômage diffèrent suivant les poids respectifs de la demande interne et de la demande externe. Ils sont donc susceptibles de différer suivant la taille du pays concerné à raison de la stratégie de croissance conduite par ce pays. Une politique de restriction salariale conduira à un nouvel équilibre impliquant une baisse du salaire réel. Mais dans une petite économie, la baisse du salaire réel augmente avant tout la compétitivité et favorise les exportations en réduisant le taux de change réel, entraînant une baisse du taux de chômage d'équilibre. Dans une grande économie, la baisse du salaire réel diminue avant tout la demande domestique, entraînant une hausse du chômage d'équilibre (en même temps qu'une hausse des exportations liée à la baisse du taux de change réel).

---

#### Encadré 2. Le modèle de Carlin et Soskice (2008)

Suivant le modèle de la nouvelle école keynésienne dit WS-PS, dans une économie fermée un équilibre s'établit au point de rencontre de la droite WS (décroissante), qui relie le salaire réel négocié au taux de chômage, et de la droite PS (horizontale), qui indique que le salaire réel correspond au prix fixé par les firmes sur la base d'un taux de marge donné. À cet équilibre correspond un taux d'inflation constant. Quand le taux de chômage d'équilibre diminue ce ne peut être que sous l'effet de réformes du marché du travail ou du marché des produits. Une diminution de la capacité de négociation des syndicats entraîne un déplacement de la droite WS vers la gauche impliquant une baisse du taux de chômage d'équilibre. Une diminution du taux de marge entraîne un déplacement vers le haut de la droite PS, impliquant également une baisse du taux de chômage d'équilibre. La demande globale est stimulée du fait de la hausse de l'emploi, et avec elle la croissance, comme conséquence des réformes structurelles. Avec un taux de chômage en baisse sans pressions inflationnistes, la banque centrale est susceptible d'assouplir la politique monétaire. À l'opposé, une détérioration du côté de l'offre provoque une augmentation du taux de chômage d'équilibre. La politique macroéconomique doit, alors, rester restrictive pour contenir les pressions inflationnistes et favoriser le déplacement vers le nouveau taux de chômage d'équilibre. La demande agrégée joue un rôle purement passif au regard des changements de long terme du taux de chômage. Elle suit le produit potentiel.

Dans une économie ouverte, le modèle de référence est modifié pour tenir compte de l'influence des prix mondiaux. Si le salaire négocié est fixé comme précédemment, il n'en est pas de même du salaire réel déterminé sur la base du mécanisme de formation des prix, simplement parce que le niveau de prix est une moyenne pondérée de prix domestiques et de prix

mondiaux. La droite PS est déplacée en fonction du taux de change réel : ainsi une diminution relative des prix mondiaux réduit le coût réel des importations et le taux de marge, entraînant un déplacement vers le haut de la droite PS soit une diminution du taux de chômage d'équilibre et une hausse du taux de salaire négocié. L'affaiblissement des capacités de négociation des salariés entraîne un déplacement de la droite WS impliquant une diminution du taux de chômage d'équilibre pour un niveau donné des prix. Elle entraîne, également, une chute des prix domestiques relativement aux prix mondiaux d'autant plus importante que la demande intérieure alimentée par les salaires est elle-même élevée. L'effet net sur le taux de chômage d'équilibre dépendra ainsi de l'ampleur du déplacement de la droite PS vers le bas, c'est-à-dire, du poids relatif de la demande intérieure. Plus ce déplacement est important, plus il y a de chances que le taux de chômage augmente.

---

Cette analyse éclaire la situation observée empiriquement dans les pays européens. L'observation révèle, en effet, l'absence de corrélation entre le taux de change réel et le taux de chômage dans tous les groupes de pays, excepté dans les petits pays de la zone euro où la corrélation est significative et positive entre 1994 et 2003. Ce résultat pourrait signifier que les conditions d'offre ont été favorables pour les petits pays alors que les grands pays ont dû faire face à des problèmes de demande. Plus généralement, on observe que les différences de performance entre petits et grands pays, si elles ne sont pas significatives au sein des pays de la zone OCDE, le deviennent au sein de la zone euro (Napoletano et Gaffard, 2009, 2010). Autrement dit, c'est l'appartenance à la zone euro qui explique que la taille puisse influencer la performance. La raison en est claire si l'on se rapporte aux données empiriques. Le soutien de la consommation domestique et de l'investissement dans les nouvelles technologies qui caractérise la stratégie de croissance suivie par les grands pays de l'OCDE hors zone euro n'a pas été dommageable à leur performance en termes de croissance du produit et de la productivité. En revanche, dans les grands pays de la zone euro, la recherche de la compétitivité externe et l'ouverture ne semblent pas avoir constitué une stratégie efficace de croissance (*ibid.*). En fait, cette stratégie était plus adaptée aux petits pays de la zone eu égard au degré d'intégration dont ils bénéficiaient et aux contraintes imposées aux politiques macroéconomiques au sein de l'Union européenne.

On peut certes imaginer deux stratégies distinctes de croissance, l'une pour les petits pays fondée sur l'offre, l'autre pour les grands pays

fondée sur la demande, la réussite de la dernière conditionnant celle de la première. Mais il se trouve que le mode de gouvernance économique de la zone euro, essentiellement fondé sur l'absence de coopération, encourage les grands pays à se conduire comme les petits, c'est-à-dire, à adopter des stratégies de désinflation compétitive par l'intermédiaire des réformes structurelles. Or, la viabilité d'une stratégie unifiée de croissance des pays de la zone euro fondée sur les réformes structurelles est tout à fait contestable.

### 3.2. L'expérience allemande

L'expérience allemande démontre qu'il est possible et profitable pour un grand pays de s'engager dans la voie de profondes réformes touchant au marché du travail et aux mécanismes de l'État providence. Ces réformes se sont appuyées sur des capacités renouvelées d'exportation. Une forte modération du coût salarial unitaire, y compris grâce à la baisse des cotisations sociales compensée par la hausse du taux de TVA, ainsi que l'importation de composants de pays à bas coûts salariaux et leur réexportation au travers de biens finals sont au cœur de ce renouvellement. Il s'en est suivi une hausse de la compétitivité des produits allemands au sein même de la zone euro (augmentation des parts de marché des exportations allemandes dans la zone euro et diminution hors zone euro mais moindre que pour les autres pays européens). La dernière phase d'expansion du cycle (2004-2007) comparée à celle du cycle précédent est significative de la nature du changement provoqué. Le redressement de l'emploi est du même ordre dans les deux cas et semble procéder de la stimulation de la demande. Simplement la demande extérieure s'est substituée à la demande interne. Les réformes structurelles sous contrainte macroéconomique ont principalement introduit une modification drastique des composantes de la demande sans avoir d'effets significativement favorables sur l'emploi. Elles ont, surtout, été génératrices d'un creusement des inégalités du fait de la segmentation du marché du travail. Cette stratégie de croissance est propre à l'Allemagne, c'est-à-dire à la capacité de ses firmes exportatrices à délocaliser la fabrication des composants de leurs produits dans les pays proches de l'Est européen pour y bénéficier de coûts salariaux faibles, mais aussi d'un euro fort.

La comparaison avec la Grande-Bretagne, d'un côté, et l'Irlande, de l'autre, est d'ailleurs éclairante. Si l'on se réfère aux données de l'OCDE, alors que l'Irlande enregistre une relation croissante entre le taux de

change réel et le taux de chômage, on observe en Grande-Bretagne une relation décroissante. En Allemagne apparaît une assez grande stabilité du taux de change réel, couplée à une hausse du taux de chômage (Carlin et Soskice, 2008). Ces observations contredisent l'hypothèse d'un effet dominant des conditions structurelles d'offre.

Une observation factuelle renforce l'idée que la demande joue le rôle essentiel. Le modèle allemand traditionnel de relations sociales, fondé sur une coopération de long terme entre syndicats et associations d'employeurs, s'est maintenu dans le secteur d'exportation. Du moins, c'est dans ce secteur qu'il a été le moins contesté. Un véritable dualisme s'est installé entre un marché du travail qui reste réglementé et un marché du travail largement déréglementé (Carlin et Soskice 2007 p. 4). « Les réformes gouvernementales (largement en phase avec les prescriptions de l'OCDE et le consensus établi parmi les économistes) ont renforcé le marché externe du travail avec des conséquences inattendues. Celles-ci consistent dans une ségrégation accrue entre les deux marchés de travail, une pauvreté et une inégalité accrues, des performances scolaires amoindries reflétant des chances perçues plus faibles d'entrer dans le cœur du marché du travail. En contraste, le cœur du marché du travail a été caractérisé par la continuité combinée avec une restructuration effective conduite par les agents privés eux-mêmes. Une innovation organisationnelle incrémentale a été mise en œuvre pour faire face aux pressions externes de la globalisation des marchés financiers et de biens, qui a été compatible avec les caractéristiques essentielles du « modèle allemand » (*ibid.* p. 5).

L'asymétrie des réformes structurelles entre pays de dimension comparable a, inévitablement, induit des effets globaux, en séquence. Dans le pays qui réalise les réformes structurelles, la chute de la demande interne due à la contrainte budgétaire est plus que compensée par l'augmentation de la demande externe, avec pour corollaire un écart de salaires croissant entre le secteur exportateur et le secteur des biens et services non échangeables. Dans le pays ou les pays partenaires mais concurrents sur le marché mondial qui n'ont pas suivi le même chemin, la perte induite de compétitivité – coût dans le secteur des biens échangeables se traduit par une chute de la demande externe mais aussi de la demande interne du fait du chômage accru, qui peut avoir des effets en retour sur le premier pays. Est-ce à dire que les mêmes réformes réalisées dans chaque pays résoudraient les difficultés ? Oui, si, dans un cadre d'équilibre dynamique inter-

temporel, on pense que ces réformes augmenteront uniformément la productivité et auront un effet positif sur l'offre de travail et la demande. Mais il s'agit là d'une hypothèse bien fragile, propre aux modèles de cycles réels repris dans les modèles de la nouvelle économie keynésienne. Les choses pourraient être très différentes hors de l'équilibre, notamment si les réformes structurelles ont un effet, même temporaire, défavorable pour la demande. En réalité, « une stratégie économique nationale fondée sur la réduction des salaires réels pour rendre plus compétitive l'ensemble des exportations du pays ne conduira pas plus à une croissance soutenable que ne le feraient des dépréciations nominales répétées – comme le laisse entendre le caractère anémique de la reprise courante (2006-07) entraînée par les exportations en Allemagne grâce à une déflation salariale relative vis-à-vis du reste de la zone euro » (Posen, 2008 p. 120).

À bien des égards, le mode de gouvernance qui s'est imposé a surtout masqué un arbitrage, sans doute largement implicite, impliquant une redistribution des revenus et un creusement des inégalités.

#### 4. Vers une refondation des politiques de croissance

Les pays européens ont échangé l'union monétaire et la création de l'euro contre une faible croissance, non sans créer des tensions entre pays et des inégalités de revenus qui sont allées croissantes en réponse à l'affaiblissement imposé de la protection sociale. Les États-Unis ont échangé une croissance fortement inégalitaire contre un quasi plein emploi en s'appuyant sur un endettement croissant des ménages. Ces stratégies, loin d'être des stratégies d'équilibre, ont jonglé avec les déséquilibres. Elles se sont avérées lourdes de dangers.

##### 4.1. Les impasses stratégiques

La comparaison souvent faite entre les pays de l'Union européenne et les États-Unis a un côté paradoxal. Là, où les marchés de travail sont rigides et le système financier un peu moins orienté par les marchés, la politique monétaire est essentiellement passive. Là, où les marchés du travail sont flexibles et le système financier plus développé, c'est aussi là que la politique monétaire a été la plus active, alors que les conditions structurelles auraient dû la rendre inopérante. Ce paradoxe au regard de la thèse la plus orthodoxe est révélateur des impasses stratégiques de la gouvernance européenne.

La première et, peut-être, la plus importante de ces impasses est relative à la détermination du taux de croissance potentiel. Celui-ci ne dépend pas uniquement des fondamentaux démographiques et technologiques, fussent-ils rendus endogènes grâce à l'existence de mécanismes incitatifs spécifiques. Il dépend aussi et surtout des modes de coordination qui sont à l'œuvre dans l'économie. Ces modes de coordination concernent le fonctionnement des marchés et les orientations de la politique économique. Quand ces modes de coordination sont inappropriés sinon défaillants, ils engendrent des fluctuations endogènes et un affaiblissement du taux de croissance potentiel. Ainsi les mécanismes de politique économique peuvent rendre endogènes des variables comme le taux de chômage qui n'accélère pas l'inflation, ou son équivalent le taux de croissance compatible avec la stabilité des prix, lequel est censé en l'occurrence refléter le taux de croissance potentiel. Car l'investissement, en tant que construction d'une nouvelle capacité de production, prend du temps. Une politique monétaire rivée à un objectif d'inflation nulle ou très faible impliquant une restriction des crédits peut alors provoquer des retournements successifs du cycle d'affaires à des niveaux sans cesse plus élevés du NAIRU ou sans cesse plus bas du taux de croissance potentiel. La raison en est simple: l'accumulation requise de capital n'est jamais accomplie quand les tensions inflationnistes se manifestent (Amendola et Gaffard, 2006).

Ainsi le choix de politique monétaire détermine-t-il le profil des fluctuations, pas seulement le niveau des prix. Une politique restrictive a pour effet de diminuer à chaque nouvelle phase d'expansion le taux de croissance compatible avec la stabilité du niveau général des prix, et d'augmenter, corrélativement, le taux de chômage correspondant. Elle diminue ce qui peut être défini comme le taux de croissance potentiel qui, en l'occurrence, n'est plus uniquement déterminé par la technologie, et elle accroît la volatilité de la production.

C'est visiblement ce qui s'est passé dans les économies de l'Union européenne au cours des décennies 80 et 90. La politique monétaire a eu des effets négatifs durables. Dans les travaux économétriques qui n'imposent pas a priori la neutralité monétaire à long terme, cette neutralité est rejetée (De Grauwe et Costa Storti, 2008). La politique monétaire a des effets à court et long terme sur le produit qui s'avèrent d'autant plus significatifs que l'inflation est basse. En outre, il n'y a pas de différences significatives, s'agissant des effets sur les prix et le produit des politiques monétaires, entre les États-Unis et les pays de la zone euro. Ce deuxième résultat conduit à rejeter la proposition

suivant laquelle la politique monétaire en Europe ne pourrait pas stimuler le produit et l'emploi en raison des rigidités sur le marché du travail, alors qu'aux États-Unis la politique monétaire aurait cette capacité sans créer de tensions inflationnistes.

Dans ce contexte, une politique budgétaire pro-cyclique est forcément dommageable. Une baisse des impôts sans baisse corrélative des dépenses publiques en période d'expansion crée des tensions inflationnistes qui peuvent amener un durcissement de la politique monétaire et un retournement prématuré de la conjoncture. De même, une baisse des dépenses publiques dans une période de récession peut accentuer le ralentissement, contribuer ainsi à peser sur l'investissement et à réduire la durée de la phase ultérieure de reprise. Ainsi, les fluctuations structurelles sont entretenues sinon aggravées. Ce sont elles qui affaiblissent durablement le taux de croissance potentiel et augmentent ce qu'il est convenu d'appeler le taux de chômage structurel. Le « policy mix » est à l'origine de fluctuations qui ont un caractère endogène dans la mesure où il commande le retournement du cycle. Le Pacte de Stabilité et de Croissance établi dans l'Union Européenne concourt à ce type de « policy mix ». Il n'introduit aucune contrainte effective dans les phases d'expansion du cycle, mais il amplifie des récessions qui ne sont pas interprétables comme des écarts à une tendance prédéterminée, mais bien comme une phase d'une évolution essentiellement endogène qu'il contribue à façonner.

Par ailleurs, est-il si vrai que cela que l'innovation induit de fortes fluctuations de l'emploi, ce qui pourrait requérir une absence de régulation des marchés du travail ? N'est-ce pas là une autre impasse stratégique ? D'une part, il est opportun de limiter les destructions d'emploi liées à la régulation globale de la demande dans l'économie. D'autre part, il convient de reconnaître que la protection de l'emploi est une incitation pour les entreprises à investir dans l'accumulation de capital humain afin de favoriser l'innovation et la croissance. La flexibilité des marchés de travail ne crée pas, comme par magie, des emplois et peut même constituer un obstacle. La coupler avec des politiques macroéconomiques neutres, sinon restrictives, réduit la création d'emplois et pèse sur les salaires. Il s'ensuit un creusement des inégalités, un accroissement de la précarité et de la pauvreté. En outre, la flexibilité a des effets asymétriques. Éventuellement favorables à la croissance chez soi, elle est contre-productive chez les autres, notamment si l'on est petit, si l'on doit sa croissance aux exportations et si l'on

privilégie une stratégie de compétitivité commerciale. Elle est encore plus dommageable quand elle est partagée.

Il semble, alors, difficile de maintenir l'idée que les chocs de demande n'ont d'influence qu'à court terme en induisant des écarts par rapport au taux de croissance potentiel, lequel serait stable ou évoluerait lentement au rythme des réformes structurelles. La question n'est pas, en l'occurrence, d'opposer des politiques de l'offre à des politiques de la demande, mais bien de démontrer l'existence d'effets sur la demande des premières et d'effets sur l'offre des secondes. « Les politiques de demande peuvent faillir si elles ne rencontrent pas les conditions d'offre qui conviennent, de même les politiques d'offre peuvent échouer faute de conditions de demande appropriées » (Schettkat, 2008, p. 16). Cette forme d'interdépendance conduit à rendre le principe de subsidiarité plus difficile d'application. Des réformes structurelles qui auraient (ont) des effets sur la demande intérieure rendent les pays étrangers dépendants des décisions arrêtées en la matière par le pays domestique.

#### 4.2. Les voies d'une refondation

Une véritable refondation des politiques de croissance suppose de comprendre la nature de la relation entre offre et demande.

Reconsidérer la relation entre offre et demande, c'est reconnaître que les ajustements structurels, en fait la construction d'une offre nouvelle, prennent du temps. Et le problème n'est pas qu'un soutien précoce de la demande créerait des tensions inflationnistes dommageables (Wyplosz, 2008, p. 68), mais que de tels ajustements doivent consister en des investissements impliquant de distribuer des salaires sans contrepartie immédiate du côté de la production. Mais, alors, vouloir éliminer les tensions inflationnistes, c'est prendre le risque d'empêcher les investissements nécessaires. En l'occurrence, il ne faut pas confondre réformes structurelles, présumées n'exercer d'effets que sur l'offre, et politiques structurelles, dont l'objectif est d'aider l'économie à s'adapter à un nouvel environnement, technologique ou de marché. Dans le dernier cas, les réformes touchant aux conditions d'offre sont nécessairement accompagnées de politiques macroéconomiques actives.

Reconsidérer la relation entre offre et demande, c'est aussi reconnaître l'influence que peut exercer la répartition des revenus sur le taux de croissance potentiel via la demande. Une répartition fortement

inégalitaire aura deux types d'effets. Elle peut réduire la taille des marchés de biens et empêcher d'avoir le bénéfice de rendements croissants. Elle peut favoriser la formation d'une épargne excédentaire, entraînant une hausse inappropriée de la valeur de certains actifs (financiers et immobiliers). Rompre avec une norme de répartition par trop inégalitaire apparaît, alors, comme une exigence macroéconomique car la croissance repose, certes, sur des incitations à innover, mais aussi sur les effets de report liés aux bénéfices de l'innovation, ce qui suppose que les gains de productivité soient distribués sous la forme d'une augmentation des salaires réels.

Analytiquement, les bénéfices bruts de l'innovation sont soumis à deux influences. Ils augmentent avec les bénéfices attendus par les innovateurs. Mais ils progressent aussi avec les gains reversés aux salariés, non seulement, parce que la productivité du travail augmente avec des conditions de vie meilleures, mais aussi parce que l'expansion de la production doit être équilibrée par une extension corrélative des marchés qui trouve sa source dans la consommation salariale. Dans ces conditions, une hausse du taux de report devrait se traduire par une hausse, puis une baisse des bénéfices bruts (Baumol, 2002, p. 126-132). On peut, alors, présumer que la forte croissance des années 1945-1975, associée à des gains importants de productivité, a été le résultat de taux de report favorables, à l'inverse de ce qui s'est produit par la suite et qui n'a été corrigé, quand ça l'a été, que par un endettement croissant des ménages dont on vient de voir avec la crise financière qu'il n'était pas soutenable. L'enjeu de la révision des politiques de croissance est, donc, bien de retrouver les taux de report requis. En l'occurrence, il ne s'agit pas de simplement stimuler la demande, mais d'aider à mettre en harmonie demande et offre, autrement qu'en tablant uniquement sur une croissance tirée par les exportations. Cette question est clairement au cœur des enjeux de gouvernance au sein de l'Union européenne, car si le creusement des inégalités depuis deux décennies y est moindre qu'aux États-Unis, il n'en est pas moins réel et, de plus, d'ampleur variable entre les pays.

Les réformes structurelles opportunes devraient viser la restauration d'un partage plus équilibré de la valeur ajoutée en jouant sur deux dimensions principales : l'une concerne la protection sociale, l'autre les mécanismes de financement.

Tout d'abord, les bouleversements induits par les innovations, l'extension des marchés et les profonds déséquilibres créés, renforcent la nécessité de protéger les salariés contre le risque au lieu de leur en faire supporter la quasi-totalité. Cette protection prend avant tout la forme d'un renforcement de l'assurance-chômage et d'un soutien aux salariés les moins qualifiés, dont les salaires sont les plus bas.

Ensuite, des réformes structurelles doivent s'appliquer aux systèmes financiers qui, à l'échelle mondiale, ont exigé une augmentation des rendements, sous couvert d'une plus large distribution des risques, alors qu'ils augmentaient le risque systémique. La proposition, au niveau de l'Union européenne, pourrait être de créer un régulateur unique des institutions qui ont des activités transfrontalières importantes ou, sinon, d'autoriser des contrôles de capitaux ainsi que des barrières à l'entrée des institutions étrangères (Buitier, 2008, p. 19). Dans le même temps, dans le cadre d'un accord nécessairement international, les institutions financières devraient être tenues de choisir entre le statut de banque commerciale et celui de banque d'investissement (De Grauwe, 2008, p. 38). Il ne s'agit pas seulement de proposer une nouvelle régulation qui touche au mode de fonctionnement des banques, il s'agit bien de procéder à une régulation de l'organisation bancaire elle-même et de s'attaquer notamment au problème que pose le fait d'être « trop gros pour faire faillite » (Leijonhufvud, 2009, p. 7).

En régulant les marchés financiers et l'organisation bancaire, les réformes doivent mettre un terme à la prétention de taux de rendement excessivement élevés des capitaux et, par là même contribuer à décourager la formation de bulles financières. C'est à cette condition que les politiques monétaire et budgétaire pourront retrouver un rôle efficace au lieu, soit de brider systématiquement la croissance en étant inutilement restrictives, soit de contribuer à la formation des bulles. Loin d'une recherche de neutralité *hic et nunc*, ce type de politique consiste à lisser les fluctuations, en fait à réduire les déséquilibres aujourd'hui pour les réduire aussi demain.

## 5. Conclusion

La crise financière a mis en lumière les impasses stratégiques du mode de gouvernance macroéconomique qui prévaut au sein de l'Union européenne. Cette crise touche de manière particulièrement violente les petits pays de la zone euro, au premier rang desquels l'Irlande, mais aussi la Grèce et l'Espagne, ainsi que les grands pays hors zone euro, notamment la Grande-Bretagne. Elle ne fait qu'attester du poids déterminant de la demande dans les performances passées et présentes. La gouvernance passée, dont rien n'indique d'ailleurs, qu'elle ait été abandonnée, s'est focalisée sur une double exigence de neutralité des interventions macroéconomiques et de mise en œuvre de réformes structurelles systématiquement orientées vers la dérégulation des marchés, notamment du marché du travail. Ce mode de gouvernance est non seulement responsable d'une croissance atone dans les grands pays, mais aussi d'attitudes non coopératives entre les pays de la zone, forcément dommageables à la croissance de l'ensemble. Les petits pays ont semblé tirer leur épingle du jeu en jouant sur leurs conditions d'offre. Mais quand la demande globale s'est effondrée sous l'effet de la crise mondiale, leur performance s'est avérée particulièrement fragile. Il n'y a de solution pour ces pays comme pour tous les autres que dans le soutien de la demande intérieure de l'Union européenne. Ce soutien appelle une coordination effective des politiques économiques menées par les pays de l'Union.

Le vrai problème est qu'une stricte stabilité macroéconomique ne peut pas être considérée comme un préalable, ni même comme le signal d'une bonne performance à moyen terme de l'économie. Un défaut d'ajustement aux changements structurels peut être le prix à payer pour avoir un taux d'inflation faible ; un taux d'inflation faible peut cacher de profonds déséquilibres réels liés à l'inadéquation entre la demande et l'offre quand celle-ci est compensée par des mouvements financiers et des hausses de prix des actifs sans rapport avec les fondamentaux. Aussi, des écarts inflationnistes et des écarts budgétaires peuvent s'avérer nécessaires pour contrôler les déséquilibres nés de ruptures technologiques ou de changements intervenus dans la configuration des marchés de biens et services. Tous les instruments doivent pouvoir être utilisés pour concourir aux différents objectifs. Une politique monétaire rivée à la satisfaction du seul objectif de stabilité des prix ne saurait suffire. La clause des traités qui veut que l'on ne puisse pas venir aider l'un des pays de l'Union confronté à la défiance

des marchés financiers en raison de sa situation budgétaire est simplement absurde : elle constitue un défaut affiché de solidarité entre États et ne peut avoir d'autre effet qu'aggravant. C'est bien pourquoi le mode de gouvernance économique de l'Union européenne doit changer et prendre en compte la nécessité de politiques budgétaires coordonnées aussi bien que de la mise en place concertée de régulations communes du système financier.

## Références

- Amendola M. et J.-L. Gaffard, 2006, *A Market Way to Riches: Behind the Myth*, Cheltenham : Edward Elgar.
- Aghion P. et A. Banerjee, 2005, *Volatility and Growth*, Oxford : Oxford University Press.
- Aghion P. et R. Griffith, 2005, *Competition and Growth : Reconciling Theory and Evidence*, Cambridge, Mass. : MIT Press.
- Alesina A., E. Spolaore et R. Wacziarg, 2005, « Trade, Growth and the Size of Countries » in P. Aghion and S. Durlauf eds *Handbook of Economic Growth*, Amsterdam : North Holland.
- Alvarez L. *et al.* 2005, « Sticky prices in the euro area: a summary of new micro evidence », European Central Bank, *Working Paper Series*, n° 563, published in *Journal of the European Economic Association*, 4 (avril-mai) : 575-584.
- Baumol W. J., 2002, *The Free Market Innovation Machine*, Princeton, Princeton University Press.
- Buiter W., 2008, « Some Suggestions for the G20 on November 15th », in B. Eichengreen and R. Baldwin eds, *What G20 Leaders Must Do to Stabilise our Economy and Fix the Financial System*, A VoxEU.org Publication, CEPR.
- Caballero R. J., 2007, *Specificity and the Macroeconomics of Restructuring*, Cambridge Mass : MIT Press.
- Carlin W. et D. Soskice, 2007, « Reforms, Macroeconomic Policy, and Economic Performance in Germany », *CEPR Discussion Paper Series* n° 6415.
- Carlin W. et D. Soskice, 2008, « Reforms, Macroeconomic Policy, and Economic Performance in Germany », in R. Schettkat and J. Langkau eds *Economic Policy Proposals for Germany and Europe*, London : Routledge.
- De Grauwe P., 2008, « Returning to Narrow Banking », in B. Eichengreen and R. Baldwin eds, *What G20 Leaders Must Do to Stabilise our Economy and Fix the Financial System*, A VoxEU.org Publication, CEPR.

- De Grauwe P. et C. Costa Storti, 2008, *Monetary Policy and the Real Economy*, in R. Schettkat and J. Langkau eds *Economic Policy Proposals for Germany and Europe*, London : Routledge.
- Eichengreen B., 2007, *The European Economy since 1945: Coordinated Capitalism and Beyond*, Princeton : Princeton University Press.
- Fabiani S, et al., 2005, « The Pricing Behaviour of Firms in the Euro Area: New Survey Evidence », European Central Bank, *Working Paper Series* n° 535.
- Fitoussi J.-P., 2006, « Macroeconomic Policies and Institutions », Angelo Costa Lecture *Rivista di Politica Economica*.
- Fitoussi J.-P. et F. Saraceno, 2008, « Fiscal Discipline as a Social Norm : the European Stability Pact », *Journal of Public Economic Theory*, 10 (6) : 1115-1141.
- , 2010, « Europe : How Deep Is a Crisis? Policy Responses and Structural Factors Behind Diverging Performances », *Journal of Globalization and Development* 1 (1).
- Leijonhufvud A., 2009, « Curbing Instability: Policy and Regulation », Centre for Economic Policy Research : *Policy Insight* n° 36.
- Napoletano M. et J.-L. Gaffard, 2009, « Country Size and Growth Policy », *Working Paper* OFCE 2009-08.
- , 20101, « Performances et politiques de croissance », *Revue de l'OFCE* 112, 213-248.
- Posen A. S. 2008, « Exportwelsemeister – so what? », in R. Schettkat and J. Langkau eds *Economic Policy Proposals for Germany and Europe*, London : Routledge.
- Saint Paul G., 1997, « Is Labour Rigidity Harming Europe's Competitiveness? The Effect of Job Protection on the Pattern of Trade and Welfare », *European Economic Review*, 41 : 499-506.
- , 2002, « Employment Protection, International Specialization, and Innovation », *European Economic Review*, 46 (2): 375-395.
- Schettkat R., 2008, « Prosperity for Germany and Europe » in R. Schettkat and J. Langkau eds *Economic Policy Proposals for Germany and Europe*, London : Routledge.
- Woodford M., 2002, « Financial Market Efficiency and the Effectiveness of Monetary Policy », *mimeo*.
- , 2003, *Interest and Prices, Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press.
- Wyplosz C. 2008, « Germany in the Monetary Union », in R. Schettkat and J. Langkau eds *Economic Policy Proposals for Germany and Europe*, London : Routledge.
- Wyplosz C. et G. Tabellini, 2004, *Réformes structurelles et coordination en Europe*, Rapport du Conseil d'Analyse Économique, n° 51, Paris : La Documentation Française.

## ANNEXE

### Performances comparées de pays de l'OCDE

Tableau 1. Taux de croissance du PIB réel – Ajusté par la PPA

	FRA	GBR	IRL	ISL	ITA	JPN	USA	DEU	NLD
1983-1993	0,90	1,02	1,66	0,89	0,98	1,70	1,43	1,45	1,19
1993-1999	1,03	1,47	3,74	1,68	0,78	0,34	1,70	0,81	1,59
1999-2007	0,90	1,17	2,54	1,90	0,64	0,74	1,12	0,65	0,94
2007-2009	-0,43	-0,92	-2,35	-1,30	-1,29	-1,33	-0,44	-0,88	-0,53

Tableau 2. Taux de Chômage

	FRA	GBR	IRL	ISL	ITA	JPN	USA	DEU	NLD
1983-1993	8,61	9,85	15,84	2,42	9,27	2,48	6,83	5,64	7,78
1993-1999	10,36	7,97	11,34	3,94	11,07	3,44	5,38	8,35	5,96
1999-2007	8,59	5,24	4,53	2,67	8,54	4,69	4,95	8,77	3,69
2007-2009	8,17	6,34	7,50	4,14	6,89	4,35	6,55	7,70	3,29

Tableau 3. Taux de croissance de la productivité du travail

	FRA	GBR	IRL	ISL	ITA	JPN	USA	DEU	NLD
1983-1993	0,82	0,75	1,44	0,50	0,83	1,19	0,59	0,75	0,03
1993-1999	0,65	0,95	1,46	0,85	0,70	0,32	0,71	0,64	0,63
1999-2007	0,46	0,77	1,08	1,11	0,02	0,78	0,81	0,47	0,49
2007-2009	-0,31	-0,62	-0,40	-0,25	-1,18	-0,85	0,49	-1,16	-0,64

