

Institut de la Gestion Publique – Les Rencontres économiques

Le pilotage de la politique économique au sein de l'UEM

Vincennes, le 21 novembre 2003

---

Jean-Philippe Cotis  
Chief Economist, OECD

---

On a beaucoup reproché aux européens, ces temps derniers, le manque de réactivité de leurs politiques économiques face au ralentissement mondial. Dans un contexte où les Américains se lançaient par ailleurs dans des politiques de stabilisation très vigoureuses. On reproche aussi, a contrario, à plusieurs pays européens, et non des moindres, de s'être écartés de l'esprit du Pacte de Stabilité et donc d'avoir manqué à la prudence budgétaire.

Ces reproches contradictoires illustrent bien les débats qui se poursuivent depuis quelques années autour du « policy-mix » européen. Ils opposent deux écoles que l'on pourrait qualifier, en caricaturant les choses, de « proactive » et de « prudentielle ».

L'école proactive déplore l'absence d'instruments de stabilisation conjoncturelle au niveau européen, qu'il s'agisse de la politique monétaire ou de la coordination des politiques budgétaires nationales.

L'école prudentielle se caractérise, au contraire, par sa méfiance à l'égard des politiques conjoncturelles. Le « fine-tuning » budgétaire y est surtout perçu comme une source de déstabilisation potentielle. Dans cette perspective, la coordination des politiques doit être définie comme l'art de ne pas gêner ses voisins. L'art de ne pas conduire de politiques inconsidérées. Afin de ne pas créer d'externalités macroéconomiques négatives pour les pays partenaires. Comme le serait, par exemple, une hausse de taux d'intérêt indésirable. En pratique, chacun doit alors s'efforcer de tout faire pour ne pas mettre en péril la bonne santé des finances publiques au sein de l'Union.

Cette école prudentielle, qui est à l'origine de l'architecture actuelle de l'UEM, s'en remet enfin assez largement à la flexibilité des marchés pour amortir les fluctuations de la conjoncture.

Aux yeux d'un certain nombre d'observateurs, les 3 années de stagnation économique que nous venons de connaître au sein de la zone euro ont montré les limites de cette approche prudentielle. D'où la question : ne faut-il pas instiller une dimension proactive plus marquée au sein du système, au moyen notamment de politiques budgétaires plus flexibles et mieux coordonnées et aussi d'une articulation plus satisfaisante avec la politique monétaire ?

Je voudrais essayer, ce matin, d'esquisser quelques éléments de réponse à cette question, autour de 4 messages :

- **premier message** : l'école proactive marque des points lorsqu'elle souligne, qu'en théorie, la construction actuelle reste lacunaire en matière de stabilisation conjoncturelle ;
- **deuxième message** : il ne faut pas confondre la théorie et la pratique. En pratique, les politiques conduites au sein de l'Union se sont révélées assez pragmatiques. Elles ont accordé beaucoup plus d'importance qu'on ne le dit aux nécessités de la stabilisation conjoncturelle. Pour autant elles n'ont pas complètement réussi dans leur action. Le Royaume-Uni a par exemple beaucoup mieux réussi à se prémunir des conséquences du ralentissement mondial. En Europe continentale, le soutien budgétaire a été plus faible et le soutien monétaire moins efficace qu'outre Manche.
- **troisième message** : le policy-mix de l'Europe est peut-être aujourd'hui surdéterminé. On attend trop, potentiellement, de la politique budgétaire ;
- **quatrième et dernier message** : on ne pourra « désengorger » le policy-mix européen qu'en élargissant la gamme des instruments du côté des politiques structurelles.

Certaines réformes structurelles, dans le domaine par exemple des retraites, pourraient soulager la politique budgétaire et lui donner ainsi plus de latitude dans son rôle de stabilisation de la conjoncture. Par ailleurs, certaines politiques

structurelles contribueraient sans doute à améliorer la capacité spontanée de résistance des économies lorsqu'elles sont confrontées à des chocs économiques défavorables. Elles permettraient aussi de renforcer l'impact des politiques macroéconomiques sur la conjoncture. Je pense notamment à l'efficacité de la politique monétaire.

Je voudrais revenir maintenant sur chacun de ces quatre messages aussi brièvement que possible.

- En commençant par un constat d'évidence : il est vrai que, prise à la lettre, l'organisation actuelle de l'UEM ne garantit pas une stabilisation efficace de la conjoncture.

Ce que suggère spontanément l'analyse économique pour une économie ouverte telle que la zone euro, c'est une affectation des tâches qui confie à la politique monétaire la stabilisation de la conjoncture européenne, et à la politique budgétaire, la stabilisation des perturbations proprement nationales. La politique budgétaire peut également servir d'instrument de stabilisation de dernier recours, au niveau européen, dans des situations extrêmes. On peut penser, notamment, à des situations à la japonaise, où la baisse des taux d'intérêt nominaux ne se traduit pas nécessairement en baisse des taux réels.

Cette organisation optimale suppose que la politique monétaire se préoccupe autant de la stabilisation des prix que de celle des volumes. Ce qui est le cas, par exemple, de la Réserve Fédérale Américaine. Cette organisation suppose en outre qu'il existe des possibilités de coordination des politiques budgétaires nationales.

Ce souci de la stabilisation conjoncturelle fait implicitement l'hypothèse, réaliste, qu'il existe des rigidités nominales de prix et de salaires et sans doute également des rigidités de salaire réel. Rigidités qui limitent les capacités d'auto-stabilisation des économies européennes.

Ceux qui critiquent l'UEM ont donc le « droit canon » de leur côté lorsqu'ils observent que la politique monétaire n'a pas formellement de responsabilités suffisantes en matière de stabilisation conjoncturelle et qu'il n'existe toujours pas de mécanismes explicites de coordination ex-ante des politiques budgétaires.

Sur cette base, il aurait fallu s'attendre au pire pour l'Europe, qui s'est trouvée confrontée en quelques années à des chocs majeurs tels qu'une crise asiatique, un choc pétrolier, et le ralentissement du commerce mondial le plus sévère observé depuis 20 ans.

Ce que l'on a observé, en pratique, toutefois ce sont des résultats mitigés mais pas désastreux. Le ralentissement a été plus tardif qu'aux Etats-Unis et la reprise intervient elle aussi avec un certain délai. Dans ce contexte difficile, l'aggravation du chômage est restée très limitée par rapport aux récessions précédentes. L'inflation est restée assez stable, mais sans doute trop élevée dans un contexte de ralentissement économique.

Ce qui est un peu décevant c'est que l'Europe, n'ayant pas accompagné pleinement les Etats-Unis à la hausse en période de reprise, les ait pleinement accompagnés à la baisse en période de récession – voire même au-delà. L'Europe Continentale semble avoir surréagi à la récession américaine.

La politique monétaire de l'Europe a été conduite de manière pragmatique, avec un souci implicite, mais bien réel, de stabilisation conjoncturelle. Les bonnes décisions ont été prises mais parfois peut être un peu tardivement.

Ce rôle stabilisateur de la politique monétaire est automatique en cas de choc de demande. Dans ce cas, stabiliser les prix c'est en même temps stabiliser l'activité.

Ce souci de stabilisation a été également observé dans la gestion des chocs pétrolier et agro alimentaire. Ces chocs d'offre négatifs, qui voient l'activité baisser alors que les prix montent, sont toujours difficiles à gérer pour les banquiers centraux. Et cela quelle que soit la Constitution monétaire à laquelle ils adhèrent. Mais au-delà des dogmes, il y a le nécessaire pragmatisme de l'action. Et ce pragmatisme n'a pas manqué. Tout au long de la période, les taux d'intérêt à court terme ont été maintenus, en effet, à des niveaux inférieurs à ce qu'aurait suggéré une règle de Taylor. Règle de Taylor qui suppose d'ores et déjà un certain souci de stabiliser la conjoncture.

Il semble donc que les banquiers centraux aient interprété le plafond d'inflation de 2% comme un objectif de moyen terme qui ne doit pas être tenu en tout temps, et notamment pas lorsque surviennent des chocs de prix exogènes.

Les politiques budgétaires ont elles aussi contribué à la stabilisation conjoncturelle. Par le jeu tout d'abord des stabilisateurs automatiques, qui sont en Europe beaucoup plus puissants qu'ailleurs dans le monde industriel. Nous avons bénéficié à ce titre d'un soutien rapide et, de facto, coordonné des politiques budgétaires. A ces effets automatiques se sont ajoutées des baisses d'impôts discrétionnaires, moins marquées sans doute qu'aux Etats-Unis mais pas négligeables pour autant.

Tous ces éléments ont contribué, in fine, à soutenir l'activité. Mais comparé au rôle joué par la politique budgétaire du Royaume-Uni, le soutien budgétaire n'a pas été aussi franc et efficace. Certains diront parce que le Pacte de Stabilité a constitué un carcan qui a limité le soutien budgétaire. Mais pourtant, le Royaume-Uni, s'il avait appartenu à la zone euro n'aurait pas été sanctionné, car le déficit public britannique n'a jamais dépassé la limite des 3%.

Le secret britannique c'est d'avoir évité les politiques budgétaires de type « cigale ». Durant les bonnes années, les britanniques ont su se constituer les provisions qui leur ont permis par la suite de soutenir la conjoncture durant les mauvaises années. C'est une attitude conforme à l'Esprit du Pacte. Esprit du Pacte qui n'a pas été respecté par les grands pays d'Europe Continentale et qui les met aujourd'hui en situation difficile.

De fait, les politiques budgétaires discrétionnaires ont été insuffisantes pour soutenir l'activité dans la période de ralentissement économique et imprudent durant les belles années. Car durant les belles années, il aurait fallu provisionner à un double titre : pour être en mesure de soutenir la conjoncture plus tard, et pour faire face au défi du vieillissement démographique en accumulant des excédents qui permettent de réduire durablement la dette publique.

Cette faiblesse des politiques budgétaires en Europe Continentale ne date pas d'hier. Déjà au cours du haut de cycle de la fin des années 80, la politique de la « cigale » s'était largement déployée – conduisant quelques années plus tard à des sinistres budgétaires de grande ampleur.

Laissées à elles-mêmes les politiques budgétaires des grands Etats européens semblent donc conduire à des résultats procycliques. Parce que les contraintes budgétaires se desserrent en apparence, les gouvernements sont tentés de réduire

les impôts et d'accroître les dépenses en phase haute du cycle économique. Cette approche « court-termiste » conduit le plus souvent à exacerber les phases de surchauffe. Elle tend à mettre en péril, aussi, la soutenabilité des finances publiques à plus long-terme.

Dans ces conditions, l'existence d'un carcan tel que le Pacte de Stabilité et de Croissance permet peut-être aux gouvernements de se « protéger contre leurs propres démons ». Mais pour cela, il faut que le dispositif ait des vertus préventives, qu'il identifie et peut-être sanctionne les erreurs lorsqu'elles se commettent, c'est-à-dire le plus souvent en haut du cycle. Dans ses modalités actuelles le Pacte de Stabilité ne vient, en pratique, sanctionner les erreurs de politique budgétaire qu'une fois la récession survenue. C'est sans doute un peu tard. Sans doute faudrait-il aussi adopter une approche préventive permettant d'identifier très tôt les manquements à partir d'indicateurs appropriés tels que les soldes publics corrigés des cycles.

Ce constat de défaillance laisse penser que la politique budgétaire court, à l'avenir, le risque d'être trop sollicitée. Dans un dispositif où l'on mettrait plus qu'aujourd'hui l'accent sur la coordination des politiques budgétaires, l'évolution des déficits publics devrait répondre potentiellement à 4 finalités différentes, voire discordantes : libre jeu des stabilisateurs automatiques, variation discrétionnaire destinée à stabiliser la conjoncture locale, variation discrétionnaire contribuant à stabiliser la conjoncture européenne, variation discrétionnaire, enfin, destinée à améliorer la soutenabilité des finances publiques.

Un instrument pour 3 ou 4 objectifs, c'est peu. Surtout si ses délais d'action sont longs et sa malléabilité politique faible. Ces difficultés de mise en œuvre, on les a observées lorsqu'il s'est agi de gérer certaines asymétries conjoncturelles au sein de l'Union. Je pense notamment à certaines économies qui se sont trouvées au bord de la surchauffe et n'ont pas pu resserrer leur budget quand c'était nécessaire.

Cette stabilisation par le budget, en réponse à des asymétries économiques, n'a pas véritablement fonctionné au cours de ces dernières années. Cela a été le cas par exemple du Portugal ou de l'Espagne.

Pour échapper à ce risque de surdétermination du « policy-mix », il importe donc d'élargir la gamme des instruments disponibles du côté notamment des politiques structurelles.

Deux exemples pour illustrer ce point. Tout d'abord, la réforme des retraites et des systèmes de santé. Elles sont indispensables pour assurer la soutenabilité des finances publiques à l'horizon 2040. Et, sauf exceptions rares, il y aurait danger à compter trop exclusivement sur la politique budgétaire, via l'accumulation d'excédents réguliers, pour absorber le choc du vieillissement démographique. Des réformes vigoureuses des régimes de retraite permettraient donc de soulager la politique budgétaire et de libérer des marges de manœuvre pour la stabilisation conjoncturelle. On provisionnerait en phase haute du cycle pour mieux faire face à la prochaine récession et rien d'autre. Ce qui serait déjà beaucoup.

Les politiques structurelles peuvent aussi compléter voire renforcer les politiques de stabilisation conjoncturelle. Un exemple, la désindexation des salaires à court terme. Elle conduit, en cas de choc pétrolier, à une plus grande flexibilité des salaires réels, qui facilite considérablement l'action de la politique monétaire, comme l'a bien montré l'expérience récente. Une formation des salaires plus efficace, voilà aussi un instrument de stabilisation conjoncturelle de première importance.

De manière plus générale, il ne faut pas sous-estimer la contribution que peuvent apporter des marchés du travail plus fluides dans la stabilisation de la conjoncture. Est-ce un hasard, par exemple, si les pays d'Europe qui bénéficient d'une croissance plus riche en emplois (Espagne, Royaume-Uni, France, Benelux), sont également ceux qui bénéficient d'une demande interne relativement résiliente et dynamique ?

Cette notion de résilience est importante. Elle est empruntée à la physique des métaux et à la psychologie. Il s'agit par exemple de la capacité d'un métal à retrouver sa structure initiale après avoir été « torturé ». En psychologie, il s'agit plutôt de la capacité d'une personnalité à surmonter des chocs traumatiques.

En économie, c'est un peu la même chose, il s'agit de résister à un choc externe sans que la demande intérieure ne s'affaisse. Au fond, l'économie de la zone euro peut être comparée à un être humain. Lorsqu'il se lève le matin, il peut être structurellement en forme s'il fait son jogging quotidien. Il est alors robuste et résilient. Il résiste par exemple aux microbes opportunistes. Mais s'il manque d'exercice il se lèvera fatigué. Il attrapera tous les rhumes et puisera abondamment dans l'armoire à pharmacie des comprimés de politiques budgétaire et monétaire.

Certaines réformes structurelles permettent enfin de renforcer directement l'efficacité des politiques monétaires. Pour prendre un exemple, les pays qui ont le mieux résisté à la crise (Royaume-Uni, Australie, Etats-Unis, etc.) sont aussi ceux où les structures financières sont les plus flexibles. On peut penser par exemple à la souplesse des financements pour l'immobilier qui caractérisent généralement les pays anglophones : systèmes d'emprunt à taux variables ou aisément renégociables. Dans ces conditions les baisses de taux d'intérêt stimulent fortement l'investissement logement et la consommation. Ces puissants canaux de transmission de la politique monétaire, nous n'en disposons pas en général en Europe Continentale.

Le recours plus systématique aux politiques structurelles peut aller de pair avec une meilleure coordination des politiques budgétaires. Le dialogue autour du « fiscal stance » européen reste très utile, au sein de l'euro groupe, pour éviter certains équilibres non coopératifs où les taux d'intérêt réels deviennent trop élevés parce que les politiques budgétaires sont trop expansives. Un dialogue informé entre banquier central et ministres des finances permet ainsi de mieux stabiliser l'activité, tout en veillant à ne pas sacrifier l'accumulation du capital par des taux d'intérêt réels inutilement élevés.

Une coordination des politiques budgétaires à des fins de stabilisation conjoncturelle pourrait être utile enfin dans les situations extrêmes où l'évolution des conditions monétaires et la flexibilité de l'économie n'auraient pas suffi à rétablir la situation.

Que dire pour conclure ?

- Nous avons des marges de progression importantes dans l'harmonisation de nos politiques structurelles. C'est un élément essentiel de la qualité de notre « policy-mix » ;
- Ne surchargeons pas trop la coordination budgétaire. Nous bénéficions déjà de stabilisateurs automatiques puissants et de banquiers centraux pragmatiques. Mettons en place les instruments d'une meilleure coordination budgétaire discrétionnaire, à travers l'euro-groupe. Mais réservons la - cette coordination - à des situations conjoncturelles extrêmes ;

- Essayons surtout d'améliorer la coordination prudentielle, qui reste très perfectible. En nous efforçant, par exemple, de gérer plus prudemment nos finances publiques en période de vaches grasses et de constituer chacun pour son compte les marges de manœuvre qui permettront de stabiliser la conjoncture en périodes de vaches maigres. Dans le cadre d'une coordination souple et pragmatique.