

LA ZONE EURO

DEUXIÈME PARTIE

Christian BIALÈS

Professeur honoraire de Chaire Supérieure
en Économie et Gestion

www.christian-biales.net

Ce site se veut **évolutif**. Pour cela il fait l'objet d'un **enrichissement documentaire régulier**.

© **Les textes édités sur ce site sont la propriété de leur auteur.**

Le code de la propriété intellectuelle n'autorise, aux termes de l'article L122-5, que les reproductions strictement destinées à l'usage privé.

Pour toute utilisation de tout ou partie d'un texte de ce site, nous vous demandons instamment d'indiquer clairement le nom de l'auteur et la source :

CHRISTIAN BIALÈS

Professeur honoraire de Chaire Supérieure en Économie et Gestion
Montpellier (France)

www.Christian-Biales.net

Tout autre usage impose d'obtenir l'autorisation de l'auteur.

Vous pouvez aussi [mettre un lien vers cette page](#)

SOMMAIRE :

1^{ère} PARTIE : QUESTIONS-RÉPONSES => document « EURO 1 »

SECTION 1 : Quel est le cadre géographique de la zone euro ?

SECTION 2 : Quel est le cadre chronologique de la zone euro ?

SECTION 3 : Quel est le cadre institutionnel de la zone euro ?

SECTION 4 : Quel est le cadre opérationnel de la zone euro ?

SECTION 5 : Quel est le cadre juridique de la zone euro ?

Table des matières Partie 1

2^{ème} PARTIE : INTERROGATIONS-DÉBATS => document EURO 2

SECTION 1 : L'euro, une étape cruciale pour la construction d'une Europe politique ?

SECTION 2 : L'euro, un moyen de partager le pouvoir monétaire ?

SECTION 3 : L'euro s'impose-t-il par la logique ?

SECTION 4 : La zone euro constitue-t-elle une zone monétaire optimale ?

SECTION 5 : L'euro apporte-t-elle sur le plan macroéconomique plus d'avantages que d'inconvénients ?

SECTION 6 : L'euro apporte-t-il sur le plan microéconomique plus d'avantages que d'inconvénients ?

SECTION 7 : Le change euro-dollar

BILAN GÉNÉRAL.

Table des matières Partie 2

DEUXIÈME PARTIE : INTERROGATIONS - DÉBATS

SECTION I : L'EURO, UNE ETAPE CRUCIALE POUR LA CONSTRUCTION D'UNE EUROPE POLITIQUE ?

§1) OUI :

La monnaie unique est un pas de plus dans la stratégie de l'engrenage qui caractérise la construction européenne depuis son tout début. Cette stratégie consiste à impliquer et imbriquer toujours davantage les pays membres à partir de réalisations qui créent des solidarités de fait relativement irréversibles, par un jeu savant de dispositions économiques et de dispositifs juridiques qui se confortent et s'enchaînent. De ce point de vue, l'euro est une disposition économique de plus qui fait logiquement suite à l'Acte unique de 1987 qui a ouvert le Marché unique en 1992 ; mais qui neutralise moins bien que les autres l'enjeu politique qui se cache derrière toute la construction européenne. On sait la relation privilégiée qu'entretient depuis toujours le pouvoir politique avec la monnaie : créer une monnaie unique européenne est donc faire un pas décisif dans la définition d'un espace politique européen. À propos du Moyen Âge, Georges Duby a écrit que "la monnaie du roi a fait le roi" : la monnaie pourrait par conséquent être pour l'Europe le levier du pouvoir politique.

L'union économique et monétaire (UEM) est théoriquement le dernier stade d'intégration avant l'union politique. L'UEM est en effet, selon Bela Belassa (1980), l'aboutissement des différentes phases successives d'intégration économique. Il y a d'abord le système de tarifs préférentiels, puis la zone de libre échange qui réalise l'abolition des tarifs douaniers, puis l'union douanière qui crée un tarif extérieur commun, puis le marché commun, c'est-à-dire un espace où les facteurs de production circulent librement, puis l'union économique où les politiques économiques sont harmonisées et enfin l'union économique et monétaire, qui se caractérise par la mise en œuvre de politiques communes et d'une monnaie commune ou unique.

§2) MAIS :

On pourrait tout aussi bien considérer que la construction européenne se fait à l'envers dans la mesure où c'est au pouvoir politique de légitimer le pouvoir monétaire ; l'union monétaire serait alors pour le moins prématurée. Selon M. Friedman, pour qui l'UEM est un projet ambitieux et prématuré, "l'unité politique peut conduire à l'unification monétaire. Par contre, l'unité monétaire imposée sous des conditions défavorables se révélera un obstacle à la réalisation de l'unification

politique". L'opinion de M. Friedman rejoint celle d'un autre Prix Nobel d'économie, le Français Maurice Allais : « si la réalisation d'une monnaie unique européenne, aboutissement nécessaire à terme d'un marché unique, est hautement souhaitable dès que possible, penser qu'un tel objectif serait réalisable sans l'établissement préalable d'une Communauté politique européenne est parfaitement illusoire. (...) De même qu'en 1954 le projet de Communauté européenne de défense (CED) ne pouvait qu'échouer dès lors que n'existait pas préalablement une Communauté politique européenne, de même un fonctionnement efficace et durable d'une Union monétaire européenne avec une monnaie unique est inconcevable en dehors de l'existence préalable d'une Communauté politique réelle ayant fait, au cours de plusieurs années, la preuve de sa stabilité » (*Erreurs et impasses de la construction européenne*. Éditions Clément Juglar. 1992). Plus récemment, en mai 2010, un autre prix Nobel, Paul Krugman, pourtant opposé aux thèses monétaristes et néoclassiques, partage en définitive le même sentiment que ses prédécesseurs : il considère que cela a été une erreur de croire qu'il était possible d'avoir une monnaie unique avant de faire une union politique. Plus récemment encore, dans *Le Monde* du 3-4 juillet 2011, un quatrième autre prix Nobel d'économie, Amartya Sen écrit en analysant la crise que connaissent depuis 2008 les « PIGS » : « Comment certains pays de la zone euro se sont-ils retrouvés dans une situation aussi calamiteuse ? La décision saugrenue d'adopter une monnaie unique, l'euro, sans plus d'intégration politique et économique a certainement joué son rôle (...). C'est pour moi une piètre consolation de rappeler que j'étais fermement opposé à l'euro, tout en étant très favorable à l'unité européenne (...) ». Et encore plus récemment, dans un entretien donné au journal *Le Monde* paru le 23 mai 2014, l'économiste Thomas Piketty déclare sans hésiter : « pendant longtemps, on a cru qu'un grand marché avec une concurrence libre et parfaite était suffisant pour fonder un projet politique ; on a ajouté l'euro, en redoutant l'inflation et en se méfiant des États. L'idée d'une monnaie sans État a germé à ce moment-là. C'est une folie. On ne peut pas faire fonctionner une monnaie unique comme ça. On a besoin d'un minimum d'union budgétaire et fiscale et pour cela d'un minimum d'union politique, démocratique ».

De toute façon, l'avènement de la monnaie unique marque le passage de l'économique au politique et on peut en attendre la relance de la construction européenne avec le retour au premier plan de la question du fédéralisme ; car, comme le note P.-A. Muet dans le rapport publié en 1998 par le Conseil d'analyse économique de Matignon, "l'Europe n'a avancé qu'au rythme d'une intégration économique accrue. La contrepartie de cette démarche est l'écart qui s'est progressivement creusé entre l'européanisation croissante des économies nationales et la faiblesse des institutions politiques et démocratiques européennes". Depuis cette réflexion, le déficit démocratique semble d'être aggravé en Europe, d'où les difficultés rencontrées lors des ratifications du traité constitutionnel, qui compromettent pour un temps plus ou moins long les progrès de l'Europe politique. Et, par dessus le marché, les conséquences de la crise des subprimes de 2007-2010 sur les finances publiques de plusieurs États membres et les dissensions que cela cause au sein de la communauté européenne montrent que l'UEM ne permet pas vraiment de faire un pas vers une Europe davantage politique. Et cela bien que l'idée de gouvernement économique fasse son chemin, tellement les circonstances la légitiment. Analysant la crise que subissent depuis 2008 les « PIGS », le prix Nobel d'économie en 1998 Amartya Sen écrit dans *Le Monde* du 3-4 juillet 2011 : « la tradition du débat public démocratique est sapée par le pouvoir incontrôlé que détiennent les agences de notation qui de facto dictent aux gouvernements démocratiques leurs programmes, souvent avec le soutien d'institutions financières internationales ». Mais, comme l'écrit P.-A. Delhommais en parlant de l'euro (*Le Monde* des 28-29 mars 2010), « le bouclier s'est transformé en glaive. Et c'est à cause de l'euro que l'Europe se retrouve en crise. En crises, pour être plus précis. Crise des finances publiques, d'abord, comme en Grèce. (...) Crise de compétitivité, ensuite. (...) Crise institutionnelle aussi. (...) Crise d'identité enfin, avec un euro dont on promettait qu'il rapprocherait les peuples le possédant et dont on s'aperçoit au contraire qu'il les éloigne. Et les déchire ».

En définitive, la question de fond est de savoir si la zone euro court réellement le risque d'exploser par insuffisance de fédéralisme budgétaire et par conséquent par manque de volonté politique

parce que l'on a eu tort de « mettre la charrue avant les bœufs », ou si le progrès que constitue malgré tout la monnaie unique aurait été simplement possible si l'on avait cherché à laisser les bœufs devant en tentant de construire d'abord une Europe politique.

Le 2 janvier 2015, le Président de la BCE donne en quelque sorte son opinion sur la question que nous posons en expliquant sur l'un des plus grands sites mondiaux d'information, le « Project Syndicate », en quoi la zone euro a malgré tout une dimension politique, ce qui explique d'ailleurs pour lui la résilience dont elle fait preuve, mais aussi pourquoi l'UEM n'est pas complètement achevée. Selon lui, pour la parachever, il faut trouver une approche adaptée qui tienne compte de l'impossibilité de réaliser des transferts budgétaires entre régions comme cela se fait dans d'autres unions. M. Draghi envisage les principaux aspects d'une telle approche.

Nous renvoyons donc à ce document important :
<https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2015/html/sp150102.fr.html>

SECTION II : L'EURO, UN MOYEN DE PARTAGER LE POUVOIR MONETAIRE ?

Sous-section 1 - Un partage du pouvoir monétaire entre partenaires européens ?

§1) OUI :

Jusqu'à maintenant, l'Europe a fonctionné sur le plan monétaire comme une zone mark et ses membres ont vu leur politique monétaire conditionnée par le comportement de la Bundesbank. De plus, l'Allemagne est parvenue à imposer sa politique de désinflation compétitive et de monnaie forte, ce qui a contraint ses partenaires à l'ancrage nominal et à l'arrimage au mark de leur monnaie. Le S.M.E. "contient un biais déflationniste qui aggrave le problème du chômage, car il impose une convergence nominale fondée sur les préférences des membres les plus restrictifs en matière monétaire" (Jean-Paul Fitoussi - 1995).

La mise en place de la monnaie unique peut laisser espérer un partage du pouvoir monétaire. La France pourrait donc retrouver paradoxalement grâce à la monnaie unique une certaine souveraineté monétaire. On pourrait même aller jusqu'à prétendre que la monnaie unique lui donnera un élément de souveraineté supplémentaire : alors que dans le S.M.E. où la mobilité des capitaux est grande la France a perdu tout contrôle sur ses taux d'intérêt, sa participation au S.E.B.C. lui donnera un réel pouvoir en matière de politique de taux.

§2) MAIS :

On peut cependant douter de l'ampleur de ce rééquilibrage si l'on pense que le S.E.B.C. et la B.C.E. reprendront intégralement les analyses de la "Buba" qui est, il faut bien le reconnaître, plus monétariste que la FED elle-même. D'ailleurs, la naissance de l'euro n'a pas entamé l'influence qu'exerce le gouverneur de la Bundesbank sur les marchés financiers, au point que c'est à ses déclarations du 8 mars sur la parité de l'euro que les experts attribuent le redressement de la monnaie unique après deux mois de baisse ininterrompue. De toute façon, "l'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix" selon l'article 105 du Traité de Maastricht, alors que le Federal Reserve Act amendé en 1978 précise que la FED doit assurer à la fois "le plein emploi, la stabilité des prix et la modération des taux d'intérêt à long terme".

Sous-section 2 - Un partage du pouvoir monétaire au niveau mondial ?

§1) OUI :

A) Si la monnaie européenne se hisse au rang de monnaie internationale, elle sera en mesure de lutter contre la suprématie monétaire du dollar dans les échanges internationaux et de jouer un rôle significatif dans le contrôle et la stabilisation du S.M.I..

L'Europe pourrait alors, comme les États-Unis depuis plusieurs décennies,

- bénéficier d'un "droit de seigneurage" et de l'avantage que donne la possibilité de commercer et d'emprunter en sa propre monnaie (« privilège d'emprunt »),
- jouir d'une plus grande liberté en matière de politique monétaire
- et faire preuve d'une "douce négligence" (benign neglect) en matière de politique de change : on pourrait paraphraser les américains en disant : "l'euro, c'est notre monnaie, mais c'est votre problème". Seulement, peut-on alors concevoir que les deux blocs monétaires, la zone dollar et la zone euro, d'autant plus concurrents qu'ils sont de poids économiques équivalents, négligent ce qui se passe hors de leurs frontières ? Ne risquons-nous pas d'être plutôt dans une situation de duopole avec pour caractéristiques essentielles l'instabilité de l'équilibre, la brutalité et l'ampleur des mouvements de prix ? Que dire aussi du fonctionnement du SMI si le taux de change le plus important du monde (dollar contre euro) ne résulte que de politiques menées par deux banques centrales avec des objectifs seulement internes ? Le Japon réagit d'ailleurs très vite, surtout qu'il craint la marginalisation du yen : dès le début du mois de janvier 1999, son premier ministre est en visite dans les grandes capitales européennes pour défendre l'idée d'un système monétaire international tripolaire.

Remarques sur la notion de monnaie internationale :

- D'abord, l'économie mondiale a besoin d'une monnaie internationale. En effet, en son absence, on serait comme en situation de troc, avec les deux principaux inconvénients qu'une telle situation présente : la nécessité de la coïncidence des besoins et la question de la multiplicité des prix relatifs ; donc le poids des coûts de transaction.
- Ensuite, la question se pose de savoir pourquoi une monnaie devient internationale plutôt qu'une autre. Le principe de sélection est en quelque sorte la loi de Gresham à l'envers : c'est la bonne monnaie qui chasse la mauvaise. Et la bonne monnaie est de fait plutôt celle du pays qui bénéficie au niveau international d'un leadership, au moins dans le domaine économique. Pour cela, sa taille joue un rôle décisif puisque cela le fait bénéficier d'économies d'échelle et d'envergure, et l'hégémonie qu'il exerce lui permet de développer aussi des économies de demande et d'offre (effets direct et indirect de réseau).
- Enfin, si intuitivement, une monnaie est internationale quand elle ne sert pas exclusivement aux opérations propres à son pays émetteur, une définition plus précise d'une monnaie internationale passe par les attributs qu'elle doit avoir et par les fonctions qu'elle doit remplir (voir l'article de H. Bourguinat dans Les Cahiers français n°319, de mars-avril 2004). D'abord, elle doit présenter deux couples d'attributs : liquidité-acceptabilité, donc étendue de son champ d'action et « résilience » de son marché (capacité à résister et à absorber les chocs), et stabilité-prédictibilité, donc confiance des agents en elle. Ensuite, elle doit remplir quatre fonctions : les trois fonctions classiques de toute monnaie -instrument de compte, instrument de paiement, instrument de réserve- (voir tableau ci-dessous) et une fonction supplémentaire, celle de bouclage du circuit financier international, ce qui nécessite un système d'intermédiation bancaire suffisamment fort ainsi qu'une banque centrale jouant le rôle de prêteur en dernier ressort.

Fonctions	Agents	Agents privés	Agents officiels
Instrument de compte		Facturation	Ancrage
Instrument de paiement		Véhicule	Interventions
Instrument d'épargne (réserve de valeur)		Investissement (choix de portefeuille)	Réserves

Remarque sur l'évolution du statut international de l'euro :

Comme monnaie-véhicule dans les règlements des échanges internationaux, l'euro n'a pas de réel statut de monnaie internationale en dehors de la zone euro en ce sens qu'il est relativement peu utilisé par des partenaires commerciaux quand ceux-ci sont des non-résidents de cette zone.

Comme monnaie-véhicule sur le marché des changes, il en est de même ; le poids du dollar s'est même accentué.

Idem comme monnaie de facturation des échanges.

Comme monnaie de compte pour le libellé des actifs financiers, la part du dollar dans le stock de titres de créances internationales (TCI) est 1,4 fois plus importante que celle de l'euro mais il est à remarquer que la monnaie européenne progresse dans la période actuelle au niveau des flux, c'est-à-dire pour les émissions nettes de TCI.

Comme monnaie d'ancrage pour d'autres monnaies, l'euro a une place un peu moins importante que n'en avaient les monnaies européennes avant sa mise en place, et a fortiori une influence moins grande que le dollar. Mais la situation peut évoluer rapidement d'une part avec l'entrée dans le MCE 2 (SME-bis) des nouveaux membres de l'UE et d'autre part avec les décisions prises par les banques centrales de la Russie, de l'Ukraine et de la Chine de passer d'un ancrage sur le dollar à un ancrage sur un panier de devises dont l'euro.

Comme monnaie d'investissement (choix de portefeuille), l'euro occupe une place un peu supérieure à celle des monnaies européennes nationales auxquelles il s'est substitué.

Comme monnaie de réserve officielle, la place de l'euro est significativement supérieure à celle des anciennes monnaies nationales : en 2004, celle-là est de près de 30% contre 18% pour celle-ci en 1998. La part du dollar est de 66%.

Il convient de noter aussi que, dans ces différents rôles, l'euro est d'une utilisation en priorité régionale alors que celle du dollar est réellement mondiale.

On aura compris que ces différents rôles recoupent les trois grandes fonctions de toute monnaie, que l'on présente en général dans l'ordre précis suivant : instrument de compte, instrument de paiement, instrument de réserve (voir notre document sur les fonctions de la monnaie). Pour prendre le statut de devise-clé, une monnaie doit remplir sur le plan international l'ensemble de ces trois fonctions mais en général elle les acquiert dans l'ordre suivant : paiement, réserve, compte.

Enfin, il faut constater que la crise post-référendaire de 2005 a compliqué encore davantage l'internationalisation de l'euro.

Pour avoir davantage d'informations et mieux comprendre la place internationale encore modeste de l'euro, voir l'article de C. Pouvelle paru dans le Bulletin de la Banque de France n°147 de mars 2006.

B) La confiance des investisseurs internationaux peut se détourner de la monnaie américaine au bénéfice de l'euro : selon une enquête faite auprès d'investisseurs gérant environ le quart des placements financiers mondiaux, 73% d'entre eux estiment que l'euro pourrait en peu d'années rivaliser sérieusement avec le dollar pour l'émission d'obligations internationales ; et comme les banques centrales sont de gros acheteurs de telles obligations, autant dire que l'euro pourrait devenir rapidement monnaie de réserve internationale.

La question de savoir si une guerre monétaire entre euro et dollar aura lieu dépend du poids respectif que l'on peut donner aux différents arguments suivants.

• Il y a trois séries d'**arguments qui militent en faveur d'une rapide progression internationale de l'euro**, spécialement comme monnaie de portefeuille, c'est-à-dire de placement financier :

- Des *arguments tenant à la polarisation de l'économie mondiale* : il y a une "surdimension monétaire" évidente du dollar quand on compare, comme le fait le tableau suivant, l'importance de la zone dollar avec la puissance économique réelle des États-Unis. Certains en concluent qu'un rééquilibrage est inévitable au profit de l'euro et estiment que le dollar est surévalué de 15 à 20% tandis que l'euro est sous-évalué d'environ 15%.
- Des *arguments tenant à l'économie américaine* :
 - + les États-Unis accumulent les déficits courants, au contraire de l'UE ;
 - + le niveau de l'épargne baisse régulièrement ;
 - + il y a une marge de baisse encore possible des taux d'intérêt alors que les autorités monétaires européennes estiment ne pas avoir à baisser davantage les leurs.
 - + avec la montée de l'incertitude et des inquiétudes qu'elle suscite, la crise des subprimes met à mal la confiance dans le système financier américain et dans la monnaie américaine. Cela se traduit par une chute du dollar et par une diminution de sa domination dans les échanges de devises sur le marché des changes et dans la composition des réserves des banques centrales.
- Des *arguments liés à la force de l'euro*.

Certes, la crise des subprimes est une explication importante de la baisse du dollar et donc de la force de l'euro. Mais la surévaluation de l'euro est liée aussi à l'importance des flux de capitaux en direction de la zone euro alors que celle-ci n'a pourtant pas besoin de financement extérieur. Cela prouve le rôle que joue désormais l'euro comme monnaie de réserve internationale. De plus, non seulement les investisseurs internationaux demandent de plus en plus la monnaie européenne mais celle-ci est également très recherchée au marché noir dans les pays émergents dont les monnaies sont inconvertibles. The Economist juge chaque année du niveau des taux de change par l'intermédiaire du fameux indice « Big Mac » : le 25 juillet 2008, la revue britannique estime que l'euro est surévalué de 50% par rapport au dollar. Début 2010, avec cet indice, l'euro est surévalué puisque le prix du big mac est 35% plus cher en zone euro qu'aux États-Unis, et le yuan chinois est sous-évalué puisqu'en Chine on peut acheter deux bigs macs pour le prix d'un seul aux États-Unis. Mais, comme on le montre ici par ailleurs, il faudrait tenir compte des niveaux de développement différents des pays dont on compare les monnaies pour que le jugement ne soit pas biaisé.

• Quant aux **arguments montrant qu'il ne faut pas "enterrer" trop vite le dollar**, on peut en avancer cinq :

- L'économie américaine se porte relativement mieux que l'économie européenne quand on considère son taux de croissance, son dynamisme technologique, ses créations d'emplois, la taille de ses entreprises, l'importance de ses capitalisations boursières, même si la crise des subprimes remet en cause ces performances.
- Quand le budget américain est en excédent, cela donne aux États-Unis un outil de relance économique précieux.
- Pour les investisseurs internationaux, les États-Unis ne sont pas seulement une zone monétaire intégrée mais aussi un espace économique homogène avec une unicité des politiques sociale et fiscale.
- Les États-Unis bénéficient d'effets d'expérience et d'apprentissage en matière de gestion du change.
- De plus, on peut compter sur les États-Unis pour défendre leur leadership monétaire tant celui-ci leur est avantageux. D'abord, les entreprises et les investisseurs américains ne courent pas de risque de change dans leurs opérations. Ensuite, cela permet à l'économie américaine de financer à bon compte ses déficits jumeaux puisqu'elle peut s'endetter en étant assurée de trouver les financements nécessaires : en effet, les créanciers n'hésitent pas à acheter des bons du trésor américain et des dollars puisqu'ils sont faciles à revendre. Enfin, les Américains empruntent à court terme pour acheter des actifs à l'étranger, sous forme d'investissements à l'étranger (IDE et IDP) : ils profitent alors de l'écart de taux entre leurs actifs et leur passif.

Remarques :

1) L'évolution du taux de change euro/dollar au cours des premières semaines de 1999 montre la difficulté qu'a l'euro pour s'affirmer face au dollar. La cotation est passée en effet de 1,1747 dollar pour 1 euro début janvier à 1,125 début février... et à 1,119, donc moins de 1,12 dollar le 16 février, ce qui correspond à une perte de 6% en six semaines de la valeur de l'euro contre dollar.

Le 22 février 1999, l'euro passe même sous la barre de 1,10 dollar. Pour certains analystes, cela n'est pas trop inquiétant, pour trois raisons :

- cela favorise la compétitivité-prix des produits européens à un moment où il est important de soutenir la croissance en Europe ;

- les taux de change ont aujourd'hui pour la zone euro moins d'importance qu'hier pour chaque État membre ;

- la faiblesse de la monnaie unique est considérée comme provisoire parce qu'elle s'explique par l'écart conjoncturel entre l'Europe et les États-Unis et par les pressions qu'exercent certains gouvernements européens en faveur d'une baisse des taux d'intérêt.

2) Les statistiques ci-après montrent une certaine progression du rôle international de l'euro.

- En 2004, 50 pays voisins de la zone euro adoptent l'euro comme monnaie de référence pour leur système de changes : la monnaie unique européenne est un facteur de stabilité du SMI.

- Évolution de la part des monnaies dans les avoirs officiels en devises de l'ensemble des pays :

Monnaies	1999	2000	2001	2002	2003
Euro	13,5	16,3	16,7	19,3	19,7
Dollar EU	64,9	66,6	66,9	63,5	63,8
Livre sterling	3,6	6,8	4,0	4,4	4,4
Yen	5,4	6,2	5,5	5,2	4,8

Source : FMI

- Évolution de la part des monnaies dans les avoirs officiels en devises des pays industrialisés :

Monnaies	1999	2000	2001	2002	2003
Euro	10,5	17,2	17,5	21,3	20,9
Dollar EU	72,7	72,5	72,7	69,1	70,8
Livre sterling	2,3	2,0	1,8	2,2	1,7
Yen	6,5	6,3	5,6	4,6	4,0

Source : FMI

En plus d'être la monnaie de facturation et de paiement de référence, le dollar est aussi, comme le montrent ces statistiques, la monnaie de réserve incontestablement majoritaire. La monnaie américaine sert également très souvent d'ancre aux devises émergentes.

- Part de l'euro dans certains agrégats financiers significatifs (en %) :

Stock total d'obligations	24,1 (4 ^{ème} trim 2002)	25,6 (1 ^{er} trim 2004)
Stock d'obligations internationales	41,7 (2 ^{ème} trim 2003)	43,2 (1 ^{er} trim 2004)
Prêts des banques de la zone euro à des non-résidents	37,2 (1 ^{er} trim 2003)	38,0 (1 ^{er} trim 2004)
Prêts des banques hors zone euro à des résidents de la zone euro	57,4 (1 ^{er} trim 2003)	60,9 (1 ^{er} trim 2004)
Prêts des banques hors zone euro à des non-résidents de la zone euro	7,6 (1 ^{er} trim 2003)	5,9 (1 ^{er} trim 2004)
Dépôts de non-résidents	51,2 (1 ^{er} trim 2003)	51,0 (1 ^{er} trim 2004)

L'EURO

<i>dans des banques de la zone euro</i>		
<i>Dépôts de résidents dans des banques hors zone euro</i>	60,7 (1 ^{er} trim 2003)	61,2 (1 ^{er} trim 2004)
<i>Transactions quotidiennes sur le marché des changes</i>	37,6 (avril 2001)	37,2 (avril 2004)

Source : BCE (janvier 2005)

Des statistiques encore plus récentes montrent que l'euro a acquis en peu d'années le statut de leader sur le marché obligataire international : alors qu'en 2002 l'euro représentait 27% de l'encours mondial contre 51% pour le dollar, il représente en 2006 45% contre 37%.

- Structure par monnaies dans lesquelles sont libellées les émissions nettes de titres obligataires et monétaires, en % du total mondial :

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Euro	47,7	38,0	44,3	30,8	56,6	58,3
Dollar	44,4	49,2	48,4	24,7	31,8	24,7
Yen	-0,6	3,0	1,2	37,9	-0,3	2,0

Source : BRI (décembre 2004)

- Évolution de la part de l'euro comme monnaie de facturation dans les échanges de biens avec la zone hors euro.

<i>Pays</i>	<i>Importations 2002</i>	<i>Importations 2003</i>	<i>Exportations 2002</i>	<i>Exportations 2003</i>
<i>France</i>	46,8	48,1	55,3	52,4
<i>Allemagne</i>	48,0	55,2	49,0	63,0
<i>Italie</i>	44,2	44,5	54,1	58,2
<i>Espagne</i>	55,8	60,3	57,5	60,8

Source : BCE

- Évolution de la part de l'euro comme monnaie de facturation dans les échanges de services avec la zone hors euro.

<i>Pays</i>	<i>Importations 2002</i>	<i>Importations 2003</i>	<i>Exportations 2002</i>	<i>Exportations 2003</i>
<i>France</i>	54,7	51,7	56,9	57,9
<i>Allemagne</i>	-	-	-	-
<i>Italie</i>	56,1	62,9	57,0	62,1
<i>Espagne</i>	49,4	54,6	59,5	63,8

Source : BCE

Remarque : Début août 2005, une étude américaine du NBER (National Bureau of Economic Research), écrite par J. Frankel de l'Université de Harvard et M. Chinn de l'Université du Wisconsin, prétend que l'euro peut devenir dans moins de 20 ans la première monnaie de réserve du monde à la double condition que la Grande Bretagne et les autres membres de l'UE adoptent la monnaie unique et que le dollar continue à se déprécier.

§2) MAIS :

A- D'une part, les gains à espérer sont en général assez faibles : les recettes de seigneurage dont bénéficient les États-Unis représenteraient moins de 0,1% de leur PIB.

B- D'autre part, le poids actuel du dollar est tel dans les transactions internationales qu'il est difficile d'imaginer que l'euro puisse être rapidement concurrentiel, surtout que l'histoire économique montre une grande inertie des comportements en la matière. Les statistiques des transactions de change montrent que les parts des différentes devises restent stables et que le dollar est toujours la devise dominante de l'actuel SMI. Il y a deux raisons à l'inertie dans le choix d'une

monnaie. La première est qu'il existe des réseaux de transaction et de paiement bien établis. Changer de monnaie entraîne des coûts non seulement administratifs mais aussi d'apprentissage. D'où un effet que l'on pourrait appeler d'hystérésis ou de cliquet. La deuxième explication de l'inertie se trouve dans l'incertitude qui favorise le mimétisme : une monnaie largement acceptée voit son utilisation automatiquement pérennisée.

C- Par ailleurs, la gestion d'une devise-clé impose des servitudes en matière de production de liquidités internationales pour répondre aux besoins de l'économie mondiale. Cela veut dire que la banque centrale a moins le contrôle de la masse monétaire. Pour ne pas perdre la maîtrise de la création monétaire, la Buba a toujours refusé dans le passé que le Mark prenne un rôle international significatif. La stratégie de la BCE est de ce point de vue influencée par l'héritage culturel de la Buba.

Dans son Flash n° 160 du 4 mai 2005, la CDC étudie les avantages et inconvénients d'avoir une monnaie de réserve dominante. Dans un premier temps, les avantages l'emportent parce qu'avoir une monnaie de réserve dominante permet de bénéficier de taux d'intérêt bas, ce qui favorise à la fois la croissance, l'endettement extérieur et l'accumulation de capital,. Mais dans un second temps, cela peut conduire à un surendettement des agents, à l'accumulation d'une dette extérieure de plus en plus lourde et à un affaiblissement de la sélectivité des investissements, d'où la montée progressive de risques d'insolvabilité et de change.

D- Enfin, un euro excessivement apprécié par rapport au dollar signifie pour l'Europe un risque de déséquilibre commercial et surtout un risque de voir sa croissance bridée par une demande extérieure elle-même réduite par une moindre compétitivité-change. D'ailleurs, dix ans après sa création, l'euro est dans une situation paradoxale qui lui fait courir effectivement un risque de surévaluation : alors que la zone euro pèse 16% du PIB mondial et ses échanges extérieurs 25% du commerce mondial, l'euro représente plus du quart des réserves de change des banques centrales et il est la monnaie utilisée pour la moitié des émissions obligataires.

Tout bien pesé, les experts ne sont pas certains que les Européens aient intérêt à encourager l'usage de leur monnaie par le reste du monde. Quoi qu'il en soit, il faut souhaiter que la rivalité entre euro et dollar ne dégénère pas en conflit financier ni en guerre économique entre les deux pôles monétaires.

Remarques :

- 1) Après les premières années d'existence de l'euro, les experts jugent le bilan globalement positif : l'euro s'impose effectivement comme une devise d'investissements et de marchés internationaux aux côtés du dollar et du yen, il encourage les investisseurs à ne plus rester dans une perspective nationale et donc à se diversifier géographiquement davantage, il favorise l'unification des investissements sur les marchés d'actions et la concentration des Bourses européennes, il permet d'amortir les chocs et les crises et de gommer les turbulences nationales. Mais l'euro ne fait pas encore le poids face au dollar sur les marchés de la dette, ni dans les réserves de changes, ni même dans les échanges commerciaux où son utilisation est nettement plus faible que la part que représente la zone euro dans les échanges mondiaux (P. Artus remarque même que "lorsque Airbus Toulouse vend à Airbus Industries, la transaction est en dollars" - Le Monde du 16/9/2003-).
- 2) Certains auteurs comme Harold James, professeur à l'université américaine de Princeton (voir son article dans Le Monde du 4 janvier 2005) critiquent l'importance donnée aux réserves officielles de change, surtout que l'on est dans un système de changes flottants. En prenant le cas de la Chine et du Japon qui accumulent d'importantes réserves en dollars, on peut craindre une grande déstabilisation financière mondiale si le dollar baisse dans d'importantes proportions. Car cette baisse fait courir à ces pays comme à de nombreux autres le risque d'importantes pertes (par exemple, pour la Banque du Japon qui détient 840 milliards de dollars de réserves, une baisse de 10% de la monnaie américaine représente une perte de plus de 80 milliards de dollars !). La réaction de tous ces pays pourrait être d'acheter encore davantage de dollars pour en empêcher la chute mais cela ne peut qu'accroître le risque que l'on veut écarter. Une autre stratégie est de diversifier les devises

L'EURO

alimentant les réserves en achetant par exemple de l'euro. Courant mars 2005, la Banque de Russie déclare vouloir faire passer la part de l'euro dans ses réserves de 10% à 20% contre une réduction de celle du dollar de 90% à 80% et selon certains observateurs la part des réserves de la Banque centrale chinoise placées en euros a doublé en 2 ans, passant elle aussi de 10% à 20%. Mais il ne faut pas que ces changements soient brutaux car sinon la chute du dollar pourrait en devenir encore plus certaine, d'où une forte récession prévisible aux États-Unis ; or, tous ces pays ont besoin de vendre aux États-Unis qui sont leur principal débouché... De surcroît, le scénario qui caractérise aujourd'hui le dollar pourrait se reproduire demain pour l'euro...

SECTION III : L'EURO S'IMPOSE-T-IL PAR LA LOGIQUE DE L'ÉVOLUTION CONTEMPORAINE ?

§1) OUI :

La mise en œuvre de l'euro, monnaie unique européenne, semble répondre à trois logiques différentes :

A- Une logique économique d'intégration

L'union monétaire est l'aboutissement de l'union économique qui est elle-même la forme la plus poussée de l'intégration économique, les deux formes élémentaires en étant l'union douanière et le marché commun.

Plus précisément, l'U.E.M. complète le dispositif d'intégration économique européenne en constituant le troisième volet :

- 1er volet -> le grand marché unique : intégration des marchés nationaux de biens et de facteurs ;
- 2ème volet -> la libéralisation financière, avec sa trilogie : libre établissement, libre prestation de service, suppression du contrôle des changes pour assurer une parfaite mobilité internationale des capitaux ;
- 3ème volet -> union monétaire : monnaie unique.

B- Une logique monétaire de coordination

L'union monétaire (une même monnaie) est l'aboutissement de l'union de change (des taux de change irrévocablement fixes) qui est elle-même une solution à laquelle peuvent recourir des pays très interdépendants, confrontés à une forte mobilité internationale des capitaux et qui n'ont pas pu ou voulu opter pour des politiques économiques suffisamment coopératives.

C- Une logique cambiaire de crédibilisation

Tout système de changes fixes est difficile à défendre en cas d'écarts d'inflation trop prononcés, si bien qu'il est souvent prévu des marges de fluctuation pour en adoucir la discipline tout en préservant la stabilité monétaire : c'est le cas dans le S.M.E. et c'est l'objet de la proposition de "zones cibles" entre les principales devises. Mais il est prouvé que les marges de fluctuation sont stabilisantes à la condition expresse d'être crédibles. Or, le seul fait d'être nécessaires leur fait déjà perdre leur crédibilité ; d'où l'élargissement de ces marges dans le S.M.E. en 1993.

L'euro s'imposerait donc comme une solution à la crise du S.M.E. et à l'incapacité de celui-ci à riposter efficacement aux attaques contre la monnaie de tel ou tel pays.

§2) MAIS :

Si la monnaie unique s'inscrit effectivement dans la logique de l'évolution de l'histoire de la construction européenne, certains se demandent également dans quelle mesure cette logique n'est pas essentiellement celle du libéralisme et du monétarisme : la monnaie unique ne va-t-elle passer avant l'emploi en Europe ?

A- Pour ceux qui sont attachés à la souveraineté des États,

le souci d'éviter les effets négatifs au détriment des pays voisins (effets de débordement) des politiques nationales non coopératives face aux chocs asymétriques ainsi que les risques de surenchère qui s'ensuivent généralement aurait pu amener à substituer au projet de monnaie unique une volonté réelle de renforcer la coopération internationale ou même de prévoir une certaine coordination des politiques économiques (la coopération consiste à se tenir mutuellement au

courant tandis que la coordination aboutit à décider ensemble ; la première concerne seulement le domaine de l'information, la seconde celui de la décision).

B- Pour ceux qui refusent de considérer l'euro comme la solution miracle

pour mettre un terme à la crise du S.M.E., la logique aurait consisté à dire que l'élargissement considérable d'août 93 des marges de fluctuation dénature le S.M.E. en le transformant pratiquement en système de changes flexibles contrôlé ; si bien que cela peut prouver que la flexibilité des changes est une meilleure solution pour lutter contre le risque de crise spéculative...

La critique de la fixité des changes peut se trouver renforcée par la démonstration selon laquelle l'ajustement par le change est nécessaire sinon suffisant pour résoudre les déséquilibres extérieurs : l'effet-revenu n'est jamais suffisant à lui seul pour assurer l'ajustement si bien que le recours au jeu de l'effet-prix est indispensable. On retrouve ici les deux controverses qui ont alimenté à 60 ans de distance le débat théorique en économie internationale, entre Keynes et Ohlin pendant les années 20 et entre Krugman et Mundell pendant les années 80. Autrement dit, on peut soutenir que le S.M.E. a été un facteur de rigidité dans la résolution des problèmes de déséquilibre des balances de paiement pour les pays européens.

SECTION IV : LA ZONE EURO CONSTITUE-T-ELLE UNE ZONE MONÉTAIRE OPTIMALE ?

Sous-section 1 - Questions préalables :

§1) Comment définir une zone monétaire optimale ?

A- D'un point de vue général,

une zone monétaire est une zone géographique dans laquelle les échanges se règlent, totalement ou partiellement, en une monnaie commune ou en une monnaie unique (contrairement à une monnaie unique, une monnaie commune ne supprime pas pour autant les monnaies nationales).

B- Si la zone est trop petite,

les coûts de transaction avec le reste du monde restent importants. Plus l'aire de circulation de la monnaie est vaste, plus elle permet de réduire les coûts de conversion de cette monnaie en d'autres devises, et, comme les variations de parité sont éliminées au sein de la zone, l'incertitude dans les transactions intra-zone s'en trouve réduite. Tout cela favorise l'efficacité de l'économie.

C- Si la zone est trop grande,

les pays ont beaucoup de chances d'avoir des fonctionnements et des dysfonctionnements trop différents.

C'est la fameuse question des *chocs exogènes asymétriques*, c'est-à-dire soit des chocs spécifiques à certains pays de la zone soit des réactions nationales spécifiques à des chocs communs. Or, le principe de la zone monétaire a pour effet de supprimer un processus privilégié d'ajustement, l'ajustement par le change. Il convient donc de rechercher, pour limiter au maximum le coût de cette renonciation au processus d'ajustement par le change, une zone qui ne soit ni trop petite ni trop grande : il faut que la zone soit "optimale". Les chocs asymétriques s'opposent aux chocs symétriques, c'est-à-dire à ceux qui frappent toutes les économies dans les mêmes conditions. Remarquons qu'à la distinction chocs asymétriques / symétriques peut être ajoutée celle, un peu différente, qui distingue chocs généralisés / localisés selon que leurs conséquences se propagent ou non à l'ensemble des pays de la zone. Les seconds appellent une réponse nationale (politique fiscal-budgétaire) alors que les premiers nécessitent une action coordonnée (politiques monétaire et de change en particulier). On peut aussi faire la distinction entre les chocs temporaires (choc pétrolier, accident climatique, variation de la demande étrangère, ...) et les chocs permanents (unification allemande, innovation technologique, élévation des salaires, ...). Si le policy mix peut répondre aux chocs temporaires, seules des réponses structurelles sont adaptées pour traiter les chocs permanents.

§2) Comment délimiter une zone monétaire optimale ?

La théorie économique tente depuis quatre décennies de préciser les critères de délimitation d'une zone monétaire optimale. Mais tous les critères avancés se ramènent à un seul et même argument : pour que la zone monétaire soit optimale, il faut que soit minimisé le coût de l'abandon de l'ajustement par le change auquel conduit l'adoption d'une monnaie unique.

A- Années 60 : la zone monétaire optimale est définie par des critères ponctuels.

Robert Mundell a été le premier en 1961 à montrer l'intérêt du concept. Il a proposé comme critère de définition un fort degré de mobilité du facteur travail, celui-ci étant considéré

comme un bon substitut à l'ajustement par le change : un pays qui fait partie d'une zone monétaire et qui est exposé à un choc exogène défavorable ne peut stabiliser son chômage que si sa main d'œuvre a en effet la possibilité de s'expatrier dans les pays où l'activité économique est plus forte. R. Mundell nuancera son analyse en 1973 : pour évaluer l'intérêt de constituer une zone monétaire même si les critères pour qu'elle soit optimale ne sont pas remplis, il faut tenir compte des importants inconvénients qu'a une concurrence des monnaies comme l'a montré l'histoire économique.

Ronald I. Mc Kinnon, en 1963, avance comme critère déterminant d'une zone monétaire optimale un fort degré d'ouverture des économies (part importante du secteur des biens échangeables par rapport au secteur des biens non échangeables ; pourcentage élevé du commerce intrazone par rapport au PIB). Lorsque les économies d'une zone géographique sont très ouvertes, la monnaie unique se justifie dans la mesure où la solution de la flexibilité des changes est non seulement peu efficace mais aussi coûteuse en ce sens que l'ajustement par les changes flexibles peut désorganiser les prix relatifs des biens non échangés.

Peter B. Kenen, en 1969, met quant à lui en avant comme critère de zone monétaire optimale la diversification de la production : tout pays soumis à un choc exogène peut mieux le résorber si sa production domestique est suffisamment diversifiée, ce qui atténue le besoin d'un ajustement par le change et justifie davantage l'union monétaire.

Avec **J. Ingram**, en 1969 aussi, une forte mobilité internationale des capitaux est considérée, au même titre que la mobilité du facteur travail, comme une condition très favorable à l'union monétaire puisque les mouvements de capitaux peuvent permettre alors d'absorber tout déséquilibre affectant l'offre et la demande d'épargne, sans modification du taux de change, et cela même avec des variations modestes des taux d'intérêt (forte élasticité des mouvements internationaux de capitaux au taux d'intérêt).

B- Années 70 : la zone monétaire optimale est définie par des conditions macroéconomiques générales.

John M. Fleming en 1971 et **Paul De Grauwe** en 1975 ont énoncé les conditions que doivent remplir des économies voulant constituer une union monétaire dans le but d'assurer entre elles une harmonisation conjoncturelle et structurelle : faibles écarts d'inflation, de taux d'intérêt, d'agrégats monétaires, de soldes extérieurs, de taux de croissance, ...

Il est évident que les critères de convergence de Maastricht ont été définis en fonction de cette approche, le but étant d'assurer aux pays candidats à l'euro la parenté la plus étroite possible.

La proposition que fait **Christian Saint-Étienne** dans « Sociétal » du 3^{ème} trimestre 2005 rejoint cette façon de définir une « ZMO », en précisant cependant les critères : « deux ou plusieurs pays ont intérêt à former une zone monétaire unique s'ils ont des structures économiques convergentes, mesurées par le niveau de la valeur ajoutée marchande par habitant, le taux d'inflation, le solde des finances publiques et le solde de la balance courante en pourcentage du PIB, ainsi que par la transparence de la gouvernance qui doit se traduire notamment par la fiabilité des statistiques officielles ».

C- Années 80 : la zone monétaire optimale est définie par l'homogénéité des préférences.

Pour **R. Cooper** en 1977, et **C. Kindleberger** en 1986, l'union monétaire est un bien collectif et deux ou plusieurs pays ont intérêt à réaliser une zone monétaire unique dès lors qu'ils partagent les mêmes préférences collectives, spécialement en matière d'objectifs assignés aux politiques publiques comme par exemple l'acceptation du même arbitrage entre inflation et chômage ou le degré de protection sociale.

D- Années 90 : la zone monétaire optimale est définie par comparaison de ses coûts et avantages.

Plusieurs auteurs suggèrent que les pays intéressés par la stratégie d'union monétaire évaluent les gains et les pertes qu'une telle stratégie peut entraîner pour eux.

De même que la théorie des coûts de transaction montre que le choix entre marchés et organisations, entre prix et règles, se fait selon le poids respectif des coûts de transaction des uns et

des coûts de fonctionnement des autres, de même une zone monétaire se justifie à partir du moment où ses avantages l'emportent sur ses inconvénients.

- Du côté des avantages de la ZMO, il convient de mentionner :

- . La réduction des coûts liés au change et la protection contre les crises de change, ce qui réduit l'incertitude en général et l'incertitude sur les prix futurs en particulier, d'où des taux d'intérêt plus bas, ce qui restreint les risques de sélection adverse et d'aléa moral en matière de financement d'investissement.

- . La diminution des primes de risque sur les taux d'intérêt.

- . Une plus grande transparence des prix.

- . Une limitation de la spéculation grâce à l'accroissement de l'étendue et de la profondeur du marché des changes, d'où une réduction de la volatilité de la monnaie.

- . La réduction des coûts de transaction au sein de la zone et toutes les externalités qui en découlent.

- . Les gains en réputation que font les pays à taux d'inflation relativement élevés, si la ZMO bénéficie globalement d'un ancrage anti-inflationniste.

- Du côté des inconvénients de la ZMO, on peut relever en particulier les coûts suivants :

- . Tous les coûts liés à l'abandon du change comme instrument de régulation, en ce sens que le taux de change permet de corriger les perturbations de la demande, des coûts et des prix entre pays.

- . Les coûts liés à l'abandon de l'autonomie monétaire puisque chaque pays n'a plus de politique monétaire nationale. Or, une politique monétaire commune qui s'appliquerait dans un contexte de convergence insuffisante entre les économies peut aller jusqu'à faire regretter un flottement des monnaies.

En conclusion, on peut dire qu'une zone monétaire est optimale lorsqu'elle rassemble des pays présentant essentiellement deux séries de caractéristiques :

- Une *grande proximité de structures*, donc des produits voisins, des rythmes de croissance et des gains de productivité proches, des cycles d'affaires synchrones, des institutions politiques et sociales similaires, des cultures et des mentalités compatibles, des objectifs économiques communs, ... Et s'il y a des divergences significatives entre les économies, il faut qu'existent alors des mécanismes puissants susceptibles de les corriger en jouant le rôle de forces de rappel.

- Des *marchés très intégrés* : une forte intégration économique avec un commerce intrazone majoritaire et une forte intégration financière avec une mobilité internationale des capitaux élevée. La justification de base de l'union monétaire est que des économies d'une même zone qui présentent ces caractéristiques ont des réactions identiques aux chocs exogènes (qui sont dits alors symétriques), ce qui annule pour elles le coût de renonciation à l'ajustement par le change.

Remarques :

- Certains auteurs, notamment G.S. Tavlas, montrent que certains des critères avancés pour définir une ZMO peuvent être contradictoires entre eux : en effet, si l'on considère le cas d'un petit pays, le critère de Mc Kinnon du fort degré d'ouverture de son économie milite pour la constitution d'une zone monétaire mais c'est à la conclusion inverse que l'on parvient si on utilise le critère de Kenen portant sur le degré de diversification de la production nationale.
- Les critères de l'optimalité d'une zone monétaire présentés plus haut peuvent être qualifiés de critères a priori et l'optimalité est donc de type exogène. Mais on peut estimer aussi qu'une zone a priori non optimale peut devenir optimale grâce à des progrès en matière d'intégration commerciale et de convergence entre les pays : l'optimalité serait alors de type endogène.

Sous-section 2 - La zone euro est-elle optimale ?

§1) OUI :

A- Oui si l'on privilégie l'analyse de Mc Kinnon. En effet, le commerce extérieur intrazone des pays candidats à la monnaie unique forme un pourcentage élevé de leur commerce extérieur global. Ainsi, pour la France, les exportations représentent plus de 18,3 % du PIB et le commerce extérieur hors zone euro seulement 9,3 %.

B- Oui aussi si l'on considère le critère de Kenen dans la mesure où les productions des différents pays européens sont suffisamment diversifiées pour donner à leur secteur réel une certaine flexibilité et réduire ainsi le coût des ajustements.

C- La réponse est également plutôt positive d'après les critères de Fleming et de De Grauwe car on peut espérer que la discipline des critères de convergence ait rapproché les économies des différents partenaires ; la libéralisation financière a permis de son côté une intégration significative des marchés de capitaux européens.

§2) MAIS :

A- La zone euro est nettement moins optimale si l'on considère le critère de Mundell. En effet, pour des raisons évidentes tenant aux barrières linguistiques et culturelles ainsi qu'à la différence entre les régimes institutionnels des marchés du travail, la mobilité internationale du travail est nettement plus faible en Europe qu'aux États-Unis par exemple (voir les analyses d'Eichengreen -1990, d'Englander et Egabo - 1992). Cela fait donc craindre que les ajustements, de toute façon incontournables si chocs asymétriques il y a, ne soient des ajustements par le chômage et par l'investissement et qu'ils ne créent par conséquent une Europe à plusieurs vitesses.

B- Par ailleurs, la probabilité de chocs asymétriques n'est pas négligeable malgré l'application des critères de convergence (une étude faite en 1992 par l'Observatoire français des conjonctures économiques - OFCE - donne une estimation significativement plus élevée pour l'Europe que pour les États-Unis de l'importance des chocs exogènes et asymétriques). Les économies nationales européennes restent encore très marquées par des spécificités à plusieurs points de vue :

- leur rythme de croissance,
- leur style économique et social de fonctionnement,
- leur système productif (le marché unique a d'ailleurs pour effet d'accentuer la spécialisation internationale des pays membres et donc d'accroître les risques de chocs asymétriques),
- leur mode de financement, la structure de leur système bancaire et financier, et le fonctionnement des canaux de transmission de la politique monétaire, d'où leur réaction différente à la politique de la banque centrale,
- leur sensibilité aux variations de parité entre l'euro et les autres devises, à cause de la diversité des structures productives et de la composition du commerce extérieur,
- leur marché du travail, marqué par des facteurs démographiques, des comportements d'acteurs individuels et collectifs, des degrés de centralisation et des niveaux d'intervention étatique qui diffèrent d'un pays à l'autre.

Dans l'article précité, Ch. Saint-Étienne considère que ne sont pas respectés « les critères de Mundell et de convergence des structures économiques et transparence de la gouvernance. Il eût été préférable de limiter la zone à des pays aux structures économiques comparables comme le Benelux, l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Autriche, tous pays ayant des niveaux de développement et des taux d'inflation proches ».

C- Pour qu'une zone monétaire soit optimale, il faut selon Kenen que la compétence territoriale de la politique budgétaire lui corresponde le mieux possible.

Supposons par exemple qu'un choc exogène ait un effet récessif sur un pays donné : son chômage augmente et il y a baisse de ses recettes fiscales.

Si le choc est durable, la mobilité internationale du travail devrait être suffisante pour résorber ce chômage par transfert de travailleurs vers les pays demandeurs de travail. Il convient cependant de ne pas surestimer l'intérêt que présente la mobilité internationale du travail comme variable d'ajustement car elle peut avoir un effet pervers : elle accentue le risque de polarisation des activités comme le montre Paul Krugman et donc le risque d'asymétrie des chocs...

Si le choc est temporaire, la mobilité du travail peut avoir aussi un effet pervers : elle accentue la diminution des recettes fiscales et engage alors le pays dans un cercle vicieux.

Ce raisonnement prouve la nécessité de transferts fiscaux compensateurs entre les pays membres et donc aussi celle d'une unification budgétaire. Or, le budget communautaire européen ne représente que 1,3 % du PIB communautaire (l'agenda 2000 prévoit même une stabilisation du budget à 1,27% du PIB total de l'UE) et moins de 3 % des budgets nationaux et l'affirmation du principe de subsidiarité qui en limite le volume et la portée ne laisse aucun espoir de voir la situation européenne se rapprocher de celle des États-Unis où le degré de stabilisation induite par le budget fédéral est d'environ 30 % selon les auteurs comme Eichengreen, Sachs et Sala-i-Martin, Pisani-Ferry (quand un État américain voit son revenu augmenter ou diminuer d'un \$, il y a versement d'un impôt supplémentaire par cet État à l'État fédéral ou au contraire d'un transfert fédéral à cet État de 30 cents environ). Notons au passage d'abord que la question du budget européen et la logique de l'intégration amènent à l'idée d'un impôt européen qui serait directement perçu par l'Union sur les citoyens européens, et ensuite que l'élargissement de l'Europe transforme encore davantage le budget communautaire en véritable carcan ; et par conséquent qu'il y aura de très difficiles arbitrages à faire pour la répartition des crédits européens.

Remarques :

1- Sur le fédéralisme budgétaire, voir le document de recherche d'Amélie Barbier-Gauchard, n° 2005-07, du Laboratoire d'Économie d'Orléans.

Dans le contexte de la construction européenne, le fédéralisme budgétaire peut apparaître comme une étape supplémentaire, après l'unification monétaire, vers une Europe unie politiquement. Rappelons d'abord que ce qui distingue une fédération d'une confédération, c'est qu'un État fédéral surplombe les États fédérés et que ceux-ci n'ont plus d'existence propre aux yeux du droit international. Le fédéralisme budgétaire est a priori le volet budgétaire du fédéralisme. Mais on lui donne en réalité un sens un très large puisqu'on le définit comme un système où les compétences budgétaires sont réparties entre les différents échelons de pouvoir, avec des mécanismes de solidarité financière entre ces différents échelons (entendu ainsi tout système budgétaire a des caractéristiques fédérales). La question qui se pose alors est de savoir comment répartir au mieux les compétences budgétaires entre les différents échelons de pouvoir pour remplir les trois grands types de fonctions décrites par Musgrave : allocation (des biens publics) redistribution (du revenu), régulation (de la conjoncture). La théorie traditionnelle du fédéralisme budgétaire estime en général que l'échelon le plus élevé est le plus efficace pour remplir non seulement les deux premières fonctions mais également la troisième à partir du moment où les économies sont ouvertes. La réalité de l'UE montre trois échelons de pouvoir : l'échelon supérieur est l'échelon communautaire, composé du triangle institutionnel avec la Commission, le Parlement et le Conseil ; l'échelon intermédiaire est l'échelon national, avec les gouvernements de chaque État membre ; l'échelon inférieur est l'échelon sub-national et correspond au niveau régional.

Le tableau suivant donne pour 2001 la répartition des compétences budgétaires dans l'UE selon le poids des dépenses publiques communautaires et nationales, en % des dépenses totales pour chaque fonction :

	Communautaire	National
Services généraux des APu	7,84	95,16
Défense	0,03	99,97
Ordre et sécurité publics	0,08	92,92
Affaires économiques	10,77	89,23
Protection de l'environnement	0,19	99,81
Logements et équipements collectifs	0	100
Santé	0	100

Loisirs, culture et culte	0,19	99,83
Enseignement	0,11	99,89
Protection sociale	0	100
Total	2,26	97,74

Source : tableau 1 du document de recherche précité.

Les différences considérables de poids entre l'échelon communautaire et l'échelon national s'expliquent essentiellement par le jeu du principe de subsidiarité et par le fait que l'UE n'est pas une réelle fédération. L'échelon communautaire a un poids significatif pour deux fonctions seulement, mais il ne faut pas s'y tromper : pour la fonction « services généraux des administrations publiques », les actions structurelles et les actions extérieures représentent près de 82% de la dépense totale, et pour la fonction « affaires économiques » les dépenses agricoles représentent plus de 97% de la dépenses totale. Par conséquent, l'échelon communautaire s'occupe presque exclusivement de la PAC et de la politique régionale et de cohésion. Il est donc très loin de couvrir les trois fonctions de Musgrave ! Un réel fédéralisme budgétaire, dans l'une des nombreuses configurations qu'il autorise, pourrait non seulement favoriser la convergence des économies mais aussi et surtout permettre une meilleure régulation de la conjoncture de l'UE tout entière, en donnant une solution à des nombreux problèmes encore non ou mal résolus comme celui de la coordination des politiques budgétaires nationales.

2- Il convient malgré tout de relativiser l'intérêt du fédéralisme budgétaire avec deux arguments : un argument théorique avec la question de l'allocation optimale des ressources entre régions que peuvent contrarier les transferts fiscaux et un argument pratique en considérant le cas du Canada où les provinces gardent sans dommage une bonne flexibilité de stabilisation budgétaire.

Dans le contexte de l'importante crise de la dette de 2011, Hubert Védrine considère que « le fédéralisme n'est pas la solution miracle de la crise et qu'il faut « préserver notre souveraineté des ratés du système financier » (Le Monde du 2 août 2011) : selon lui, proposer comme le font des fédéralistes la désignation d'un ministre européen des finances ou de l'économie pour qu'il puisse arbitrer éventuellement contre un gouvernement ou un Parlement, c'est « ouvrir un nouveau chapitre de l'histoire européenne, celui de l'Europe post-démocratique, tentation perceptible dans les milieux économiques, européistes, technocratiques ou médiatiques ».

3- En novembre 2004, le Comité des représentants permanents des 25 États membres vote à l'unanimité un budget de l'UE d'un montant égal à 0,99 % du PIB communautaire alors que la Commission européenne tablait sur 1,03 % et le Parlement sur 1,05%, l'effort portant essentiellement sur les dépenses de la PAC ..., et il semble que l'intention des États membres est bel et bien de maintenir dans l'avenir le budget communautaire sous ce seuil de 1% du PIB. En 2005, l'Allemagne, la France, le R.U., les Pays-Bas, l'Autriche et la Suède qui sont les principaux contributeurs confirment qu'ils ne veulent pas que le budget européen dépasse la limite de 1% alors que les autres pays, spécialement les 10 nouveaux entrants, demandent une enveloppe plus généreuse aux alentours de 1,24% comme le suggère la Commission pour préserver la PAC, développer l'aide aux régions les moins favorisées et accentuer les efforts pour la recherche.

En 2009, le budget européen est de 132,3 milliards d'euros, ce qui représente 1,046 % du PIB de l'UE : 54,8% de ce budget sont affectés aux dépenses agricoles, 48,4% aux dépenses de cohésion, c'est-à-dire au soutien aux régions les plus défavorisées, 7,7% aux dépenses d'administration, ...

D- Par ailleurs, s'il y a absence d'autorité budgétaire européenne, il ne peut pas y avoir d'émission de titres publics en quantité suffisante pour alimenter une politique d'open market sur titres publics européens, alors qu'il y aura pourtant un marché monétaire unique européen. De ce point de vue aussi, la zone euro n'est pas une zone monétaire optimale. La conséquence prévisible est que la B.C.E. accumulera des devises au lieu de titres, ce qui la conduira à constituer de fortes réserves qu'elle consacrera forcément à sa politique de change pour positionner l'euro par rapport au dollar : l'euro deviendra-t-il une monnaie internationale, contraint et forcé ?

E- En réponse à l'insuffisance de la mobilité de la main d'œuvre, certains avancent la mobilité du capital. Mais il faut alors distinguer le capital financier qui est en effet aujourd'hui très

mobile et le capital physique qui l'est beaucoup moins. Quand le choc exogène est temporaire, la mobilité du capital financier peut suffire à réaliser l'ajustement mais si le choc est permanent et exige par conséquent un mouvement de capital physique, celui-ci n'est pas un facteur compensateur suffisant.

On peut remarquer que ce jeu entre mobilité du travail et mobilité du capital financier renvoie aux deux scénarios de base qu'a distingués en 1992 à propos de la réunification allemande le Groupe international de politique économique de l'OFCE : le scénario "nouvelle frontière" où la mobilité du capital est plus importante que la mobilité du travail et le scénario "mezzogiorno" dans la situation inverse. Dans le premier scénario, l'Allemagne de l'Est constitue un nouvel espace que la mobilité des capitaux permet de valoriser, avec pour conséquence certes une élévation des taux d'intérêt mais aussi une égalisation des rémunérations au niveau de la R.F.A.. Dans le scénario "mezzogiorno", au contraire, c'est par les mouvements de main d'œuvre que se concrétise l'unification, avec pour conséquence certes une stabilité des taux mais aussi un nivellement des salaires au niveau de ceux de l'Allemagne de l'Est. Comme l'écrit Gérard Kebabdjian (1994), "l'enjeu mezzogiorno/nouvelle frontière a une valeur générale. Du choix dépend une bonne partie du paysage futur de l'Europe. (...) En fait, l'alternative soulève la question de la <<charte sociale>> en Europe".

Remarque : Lorsque les dix nouveaux membres entrés dans l'UE en 2004 participeront à l'UEM, la zone euro risque de s'éloigner encore davantage des caractéristiques d'une ZMO dans la mesure où l'asymétrie structurelle s'accroîtra, comme le prouvent d'ailleurs les actuelles distorsions de change, relativement importantes et volatiles. Or il est important pour ces pays que le cours-pivot dans le MCE bis puis dans l'UEM élargie puisse améliorer l'avenir de leur économie, notamment en termes de croissance équilibrée et de solde courant soutenable.

F- Une remise en cause importante du caractère optimal de la zone euro réside dans la faiblesse du phénomène de convergence de nos économies. Plusieurs statistiques montrent même plutôt le phénomène contraire, avec une divergence croissante entre les économies nationales (voir plus loin). L'explication principale se trouve dans l'unicité de la politique monétaire. Mais d'autres facteurs jouent aussi, comme l'effet d'agglomération qu'évoque P. Krugman à propos de la tendance naturelle des entreprises d'une même branche à se concentrer géographiquement, en prenant l'exemple de la Silicon Valley.

G- Comme le remarque M. Aglietta, « la transmission internationale de la crise par le canal financier a mis en défaut l'hypothèse que la zone euro allait être protégée des chocs externes parce qu'elle est peu ouverte au commerce extérieur ». (Alternatives économiques n° 239 de septembre 2005).

H- Pour terminer, il convient de se poser la question de savoir si la mise en place d'une zone monétaire nécessite qu'elle soit pour autant « optimale » ou qu'elle s'en approche significativement.

Deux réponses bien différentes peuvent être apportées :

1) Déjà R. Mundell, l'économiste à l'origine de la notion en 1961 nuance son point de vue quelques années plus tard, en 1973 : pour évaluer l'intérêt de constituer une zone monétaire même si les critères pour qu'elle soit optimale ne sont pas remplis, il faut tenir compte des importants inconvénients qu'a une concurrence des monnaies comme l'a montré l'histoire économique.

J.-M. Daniel est encore plus catégorique dans le dossier spécial consacré à « l'avenir de l'euro » dans la revue « Sociétal » du premier trimestre 2011 : « la notion de zone monétaire optimale est comme toutes les notions théoriques : c'est un moyen de comprendre la réalité, un outil pour améliorer la gestion de la politique économique, mais ce ne peut être et surtout ne doit pas être un lit de Procuste ; c'est-à-dire que ce n'est pas un concept s'imposant comme un impératif catégorique aux décideurs économiques. (...) La zone euro n'est pas optimale et cela ne la condamne pas pour autant ».

2) Depuis sa naissance, loin de conforter la convergence qu'avait permise l'application des critères de Maastricht, le fonctionnement de la zone euro a développé les facteurs de divergence, ce qui l'éloigne encore davantage d'une « ZMO » : la mise en place de la zone euro a été conditionnée par une convergence nominale minimale qui devait déboucher, sous l'effet bénéfique de la monnaie unique, sur une convergence réelle ; mais le vécu de la zone euro s'est traduit par une hétérogénéité et des inégalités croissantes. D'où une plus grande vulnérabilité et l'amorce de nombreux cercles vicieux qui mettent sa pérennité en péril.

I- On peut enfin se poser la question : comment expliquer que les Européens aient décidé de créer la zone euro alors qu'il y avait peu de chances qu'elle soit optimale.

J. Pisani-Ferry donne trois raisons :

- 1) Une raison « comportementale » : les Européens ont toujours eu une grande aversion au flottement des monnaies.
- 2) Une raison « logique », en liaison avec le théorème d'incompatibilité de Mundell (voir notre document sur le taux de change) : pour ne pas laisser l'Allemagne être le seul pilote monétaire, et sachant que l'on est dans un monde où les mouvements internationaux de capitaux sont très mobiles, il faut que la politique monétaire soit commune (il n'empêche que l'Allemagne n'acceptera d'abandonner son pouvoir monétaire qu'à la condition que la BCE reprenne les principes de la Buba).
- 3) Une raison liée à la politique européenne : la monnaie unique s'inscrit dans la suite logique du grand marché unique et de l'unification des marchés de capitaux.

SECTION V : L'EURO APPORTE-T-IL SUR LE PLAN MACROÉCONOMIQUE PLUS D'AVANTAGES QUE D'INCONVÉNIENTS ?

§1) OUI :

Les partisans de la monnaie unique dressent une fort longue liste des avantages attendus de l'euro et pensent que ces avantages l'emportent nettement sur les inconvénients éventuels :

A- La réduction des coûts de conversion et des coûts de couverture du risque de change, d'où la facilitation et donc l'augmentation des échanges commerciaux et des mouvements de capitaux (investissements directs internationaux). Les experts estiment à 0,3% du PIB européen ces divers coûts que l'on pourra économiser.

B- L'efficacité de la politique monétaire est d'autant plus grande qu'est étendue la zone à laquelle s'applique cette politique. C'est ce qu'on appelle « l'effet-zone ».

C- Les mouvements internationaux de main d'œuvre sont encouragés.

D- La disparition des risques spéculatifs. Certains vont jusqu'à considérer l'euro comme un bouclier qui protège la zone euro des crises financières et monétaires internationales. Lors de la tempête des années 92-93, seul le mark avait joué le rôle de monnaie-refuge et toutes les autres monnaies européennes avaient été très chahutées, ce qui avait causé l'explosion du SME. Aujourd'hui, grâce à l'euro, la crise financière des années 97-98 se traduit par un afflux de capitaux dans les pays "in" (d'où baisse exceptionnelle de leurs taux longs) mais aussi par l'attaque des monnaies restées "out"...

E- Il n'y a plus le problème de la n^{ième} monnaie pour laquelle la politique monétaire est exogène et le pouvoir monétaire s'en trouve ainsi mieux partagé.

Remarque : dans un système à changes fixes et en présence d'un pays à économie dominante (celui de la n^{ième} monnaie, la devise-clé), ce sont les n-1 autres pays qui supportent la charge du financement du déséquilibre extérieur du n^{ième} pays, qui doivent assurer la défense des parités par le jeu de leurs réserves de devises et donc de leurs masses monétaires. Ainsi se trouvent exogénéisées la masse monétaire et la politique monétaire du n^{ième} pays qui est en effet a priori dispensé d'intervenir sur le marché des changes. Ce n^{ième} pays peut alors user de son privilège en menant par exemple une politique monétaire expansive sans que pour autant les sorties de capitaux qu'induit la baisse de son taux d'intérêt n'aient de conséquences sur ses réserves. Le rôle du n^{ième} pays est tenu par les États-Unis dans le S.M.I. et l'était par l'Allemagne dans le S.M.E..

F- La zone monétaire optimale favorise la crédibilité de la politique monétaire commune : en établissant un net parallèle entre les statuts de la future B.C.E. et ceux de l'actuelle Bundesbank, Alesina et Grilli notamment concluent sur la capacité de la B.C.E. à poursuivre ses objectifs avec crédibilité.

G- La zone monétaire optimale peut être considérée comme un facteur de croissance endogène par les externalités qu'elle dégage au profit de l'ensemble des pays concernés.

H- La monnaie unique peut également émettre des effets positifs si elle prend le statut de devise-clé sur le plan international.

I- Enfin, et peut-être surtout, la monnaie unique oblige les États à coordonner leurs politiques économiques pour lesquelles ils gardent encore une certaine autonomie : les politiques fiscales et budgétaires.

L'argument essentiel qui milite pour la coordination des politiques budgétaires tient en deux mots : interdépendances et externalités.

- La nécessité de la coordination se justifie de façon très naturelle par les **interdépendances** qui lient les économies nationales. Ces interdépendances sont de plusieurs sortes :

- les *interdépendances par les structures* des économies, qui résultent elles-mêmes de la connexion de leurs transactions commerciales et financières ;

- les *interdépendances par les chocs* qui viennent frapper les économies de manière très corrélée ;

- les *interdépendances par les objectifs* en ce sens que la réalisation des objectifs que se fixe tel ou tel pays dépend de la réalisation des objectifs poursuivis à l'étranger ;

- les *interdépendances par les politiques économiques* (interdépendances stratégiques), dans la mesure où chaque pays définit ses politiques économiques en tenant compte de celles menées par ses partenaires.

- La coordination permet aussi de "jouer" avec les **externalités**, celles qui sont positives pour les valoriser et celles qui sont négatives pour les éviter : d'un côté la production de biens publics et de l'autre les risques inflationnistes et de déséquilibre externe ainsi que l'augmentation des taux d'intérêt que les politiques budgétaires non coopératives peuvent générer. De surcroît, l'augmentation des taux d'intérêt est une externalité négative encouragée par le comportement de "passager clandestin" que tout pays peut avoir dans un contexte non coopératif en menant une politique budgétaire active qu'il peut financer grâce à la mobilité internationale des capitaux.

- Un autre argument en faveur de politiques budgétaires coordonnées est qu'elles y gagneraient en crédibilité, laquelle crédibilité budgétaire rejaillirait positivement sur la crédibilité de la politique monétaire, tellement importante aux yeux des marchés (remarquons que crédibilité budgétaire et crédibilité monétaire sont mariées pour le meilleur et pour le pire : si par hasard la coordination budgétaire favorise le laxisme plutôt que la rigueur, les deux crédibilités s'en trouvent ensemble annihilées).

- Cela dit, deux contre-arguments libéraux sont avancés pour démontrer l'inutilité d'une coordination budgétaire volontaire.

D'une part, le marché est en mesure d'imposer à lui seul à chaque pays la discipline budgétaire requise par l'intermédiaire des primes de risque qu'exigent les investisseurs internationaux en fonction des finances publiques de chaque pays.

D'autre part, quand la politique monétaire bénéficie d'une bonne crédibilité, la réputation de la banque centrale induit d'elle-même une réponse budgétaire optimale.

§2) MAIS :

Les "eurosceptiques" estiment que les inconvénients sont plus importants que les avantages attendus et la liste de leurs critiques de l'euro est également longue :

A- Les critiques de l'U.E.M. en général :

-1- La monnaie unique supprime l'ajustement par le change.

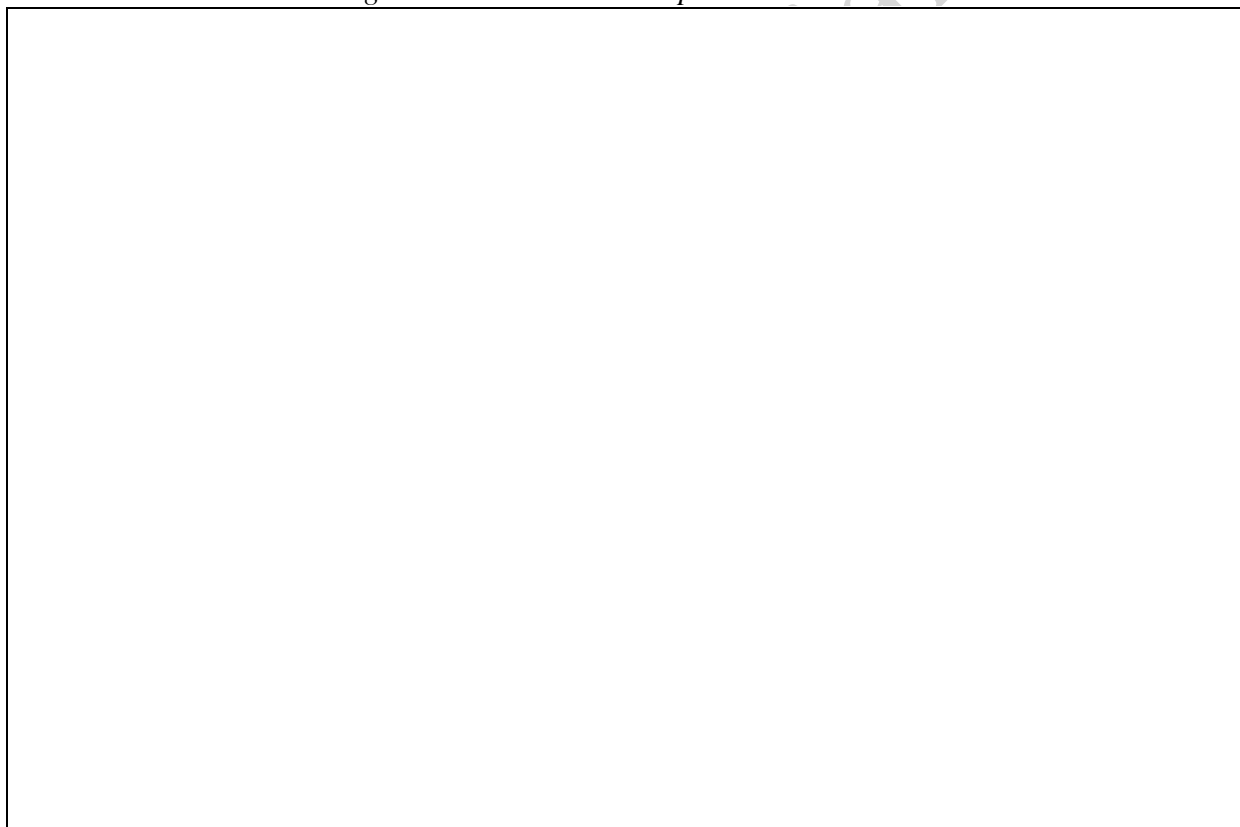
- Les prix et les quantités doivent donc prendre le relais. Mais les prix des biens et services sont tenus par la concurrence et par la politique désinflationniste et les salaires n'ont pas la flexibilité que certains souhaitent même si le chômage massif pèse à la longue sur les salaires et s'il y a une tendance forte à généraliser sur notre continent le modèle anglo-saxon de gestion salariale. Alors restent les quantités. Et comme la mobilité du travail est faible à l'échelon européen, les quantités qui sont les variables d'ajustement sont celles de l'emploi et de l'investissement.

L'EURO

L'analyse de la crise de la zone euro des années 2009 et suivantes montre toutefois que l'un de ses aspects est le gonflement des déséquilibres des balances des paiements entre les États membres. Les plus touchés d'entre eux enregistrent de gros déficits non seulement de finances publiques mais aussi de compétitivité. Pour y remédier, il faut absolument peser sur le niveau des prix, d'où l'adoption forcée de politiques dont l'objectif est de faire baisser les prix en pesant sur les salaires. On appelle « *dévaluation interne* » l'ensemble des mesures que les pouvoirs publics d'un pays peuvent prendre pour faire baisser les prix et les salaires, de manière à réduire l'écart d'inflation, et donc l'écart de compétitivité, par rapport aux principaux concurrents commerciaux. On peut alors aller jusqu'à dire que la suppression de l'ajustement par le change oblige à pratiquer *l'ajustement par la déflation*.

Des études montrent que la dévaluation interne a des effets de rééquilibrage sur la compétitivité plus limités que la dévaluation externe et qu'elle entre en contradiction avec le rééquilibrage des finances publiques (elle réduit les rentrées fiscales et accroît le coût des dépenses sociales). De plus, elle a des effets sociaux aussi redoutables, sinon plus, que la dévaluation externe. Par conséquent, pour la zone euro au sein de laquelle la dévaluation externe n'est pas possible tant qu'on y demeure, il semble nécessaire que la « politique de dévaluation interne » que les pays en difficulté sont plus ou moins obligés de mettre en œuvre soit adoucie au maximum, par exemple par l'acceptation d'une certaine augmentation des taux d'inflation dans les pays excédentaires ; de manière à ce que se réalise automatiquement un ajustement des prix relatifs.

Évolution du taux de chômage dans la France métropolitaine. Source : INSEE



- Par ailleurs, si avec la monnaie unique les États membres ont perdu toute autonomie en matière de change, il est difficile de dire pour autant que la zone euro dispose d'une politique de change puisque la BCE doit en principe réaliser l'objectif de change que définit le pouvoir politique. Or, d'une part l'art. 109-2 du Traité de Maastricht prévoit bien que le Conseil des chefs d'État ou de gouvernement « formule les orientations générales de la politique de change », mais il n'a jamais été encore appliqué, et d'autre part, le traité de Lisbonne, signé le 13 décembre 2007, reconnaît pour la première fois l'existence de l'Eurogroupe mais il persiste malgré tout à considérer ses réunions comme informelles : la zone euro n'a donc pas vraiment de gouvernement économique et monétaire (voir sous-section 2 de la section 7).

-2- Les États membres abandonnent la politique monétaire entre les mains de la B.C.E., en lui donnant pour première mission d'assurer par la politique monétaire la stabilité des prix, le soutien aux politiques macroéconomiques générales venant en second lieu (voir les termes de l'art. 105 du traité de Maastricht cité plus haut).

En réponse à une question lors de sa conférence de presse du 8/11/2007, J.-C. Trichet a répondu, au nom du Conseil des gouverneurs de la BCE, que « nous n'avons qu'une aiguille dans notre boussole : c'est l'inflation ».

Cela soulève au moins **huit séries de réflexions** :

- **1** Cette mission confiée à la B.C.E. est jugée très restrictive, parce que inspirée par un monétarisme strict : rappelons que la mission de la Fed est de mener une politique anti-inflationniste compatible avec la réalisation du plein-emploi. Alors que les deux objectifs sont mis sur le même plan pour la Réserve fédérale, la lutte contre l'inflation est l'objectif prioritaire affiché pour la BCE. Celle-ci aurait de surcroît une conception dissymétrique des risques encourus par l'économie en ce sens qu'elle préférerait le risque d'une inflation trop faible au prix d'un chômage élevé au risque d'une inflation trop forte qui serait causée par un crédit excessif et une demande trop importante ; alors que le crédit se traduit aujourd'hui davantage par des achats à l'étranger que par une hausse des prix intérieurs.

Mais il y a les mots et les choses. D'abord, il faut savoir que la BCE a du mal à réaliser son objectif dans la mesure où le taux d'inflation de la zone euro n'est jamais descendu dans les cinq premières années de son existence au-dessous des 2 % et où il l'a rarement fait depuis ; en reconnaissant cependant que ses premières années ont été marquées par une succession de chocs défavorables : hausse des prix du pétrole et de certains produits alimentaires, aléas climatiques, dépréciation de l'euro. Mais se pose malgré tout la question de savoir si cet insuccès relatif est dû à une mauvaise définition des objectifs, à une inefficacité des instruments utilisés ou encore à une prise de décision mal conduite. Ensuite, plusieurs experts se demandent si la BCE ne fait pas en réalité de la stabilisation conjoncturelle sans le dire ou sans le savoir : des études économétriques sur la fonction de réaction de la BCE montrent que celle-ci réagit au-delà du seul effet de la situation conjoncturelle sur l'inflation future (voir article de P. Artus dans "la Banque centrale européenne", rapport du Conseil d'analyse économique - 2002).

- **2** Il est contradictoire d'assigner à la B.C.E. cet objectif de stabilité des prix alors que la monnaie unique permet de fait d'éviter que la politique monétaire soit, comme c'est le cas dans le cadre des changes fixes du S.M.E., dédiée entièrement à la défense de la valeur externe de la monnaie (en fonction des règles de Tinbergen et de Mundell). La monnaie unique ouvre donc théoriquement la possibilité d'utiliser la politique monétaire à des fins conjoncturelles internes, pour la lutte contre le chômage en particulier. Si la B.C.E. n'utilisait pas la politique monétaire comme instrument de politique macroéconomique, alors pourquoi faire la monnaie unique ?

Cet argument, joint à la réflexion qui le précède, amène certains experts et responsables, spécialement Français, à souhaiter que la BCE élargisse officiellement son objectif en ajoutant à la stabilité des prix la prise en compte de la situation conjoncturelle. Sa mission serait alors de préserver la stabilité des prix pour le moyen terme tout en amortissant les fluctuations de l'activité dans le court terme. On peut répondre à ces experts et responsables d'une part que la BCE affiche bel et bien maintenant un objectif de stabilité des prix sur le moyen terme, et d'autre part que deux conclusions intéressantes peuvent être tirées de l'étude menée début 2007 par S. Broyer, de chez Natixis. D'abord, en amont de la création de l'euro, les efforts de convergence des économies ont significativement amélioré la situation de l'emploi des différents pays (grâce à la généralisation des baisses de taux d'intérêt que cette convergence a permises). Ensuite, depuis la création de la zone euro, la politique monétaire unique est relativement neutre par rapport à l'emploi : certes, le durcissement monétaire est contraire à l'emploi, mais il l'est seulement à court terme car l'effet négatif se dissipe par la suite sur le moyen et le long termes. Par ailleurs, on constate même que la

politique monétaire européenne est plutôt plus favorable à l'emploi pour la France que pour la zone euro dans son ensemble, ce qui est paradoxal quand on compare les réactions des uns et des autres par rapport à la stratégie de la BCE (voir *Le Monde-Économie* du 13/2/2007).

Remarque sur les règles de Tinbergen et de Mundell.

La règle de Tinbergen pose qu'il faut autant d'instruments de politique économique que d'objectifs macroéconomiques : si la régulation conjoncturelle se donne pour objectifs l'équilibre interne et l'équilibre externe, deux instruments sont nécessaires et suffisants : la politique budgétaire et la politique monétaire. La règle de Mundell concerne l'affectation optimale des instruments aux objectifs. Quand on est en changes fixes, il convient d'affecter la politique monétaire à l'équilibre externe et à la défense de la valeur externe de la monnaie, et la politique budgétaire à l'équilibre interne. Mais comme le montre Mundell lui-même, il y a incompatibilité entre autonomie de la politique monétaire, les changes fixes et la mobilité internationale des capitaux (c'est ce que l'on appelle le « triangle d'incompatibilité »). Or, d'une part cette mobilité s'accroît progressivement, et d'autre part quand l'inflation se développe, la stabilité des prix devient un objectif spécifique et même prioritaire de la politique économique. Alors, la flexibilité des changes devient un argument majeur pour pouvoir consacrer les deux politiques conjoncturelles à la réalisation des deux objectifs internes, d'activité et de prix ; le flottement des monnaies réalisant spontanément l'équilibre externe. La règle de Mundell amène dans ce nouveau contexte à utiliser la politique monétaire pour lutter contre l'inflation et la politique budgétaire pour soutenir l'activité.

Cela dit, les deux règles de Tinbergen et de Mundell forcent à réfléchir sur la portée de la notion même de policy mix. Le policy mix rejoint a priori la problématique de Mundell en recherchant la meilleure affectation des politiques conjoncturelles. Mais en réalité l'analyse de Mundell part de l'idée que l'efficacité de la politique économique générale impose que l'on réalise une division du travail entre plusieurs autorités publiques : le policy mix correspond alors non pas tellement à la façon dont on spécialise chacune de ces autorités publiques dans tel ou tel domaine de la politique économique mais bien plutôt à la nécessité d'une coordination entre elles. Ainsi, le policy mix ne répond pas essentiellement au problème d'affectation optimale des instruments aux objectifs mais à celui de la coordination entre les autorités de politique économique. On comprend que la zone euro pose de ce point de vue un problème spécifique puisqu'il ne s'agit pas d'établir la coordination entre deux autorités seulement, une autorité monétaire et une autorité budgétaire, mais entre une politique monétaire unique et autant de politiques budgétaires que de pays membres. Le policy mix se justifie par les inconvénients d'un « jeu non coopératif » entre les gouvernements et la banque centrale qui aboutirait nécessairement à un équilibre non optimal. En effet, la banque centrale peut être tentée de mener une politique restrictive pour contrecarrer à l'avance une politique budgétaire qu'elle anticiperait trop laxiste et les gouvernements peuvent anticiper une politique de taux élevés, ce qui les amènerait à adopter dès le départ des politiques budgétaires d'autant plus expansives... Mais les banques centrales s'opposent en général à toute coordination ex ante en se retranchant derrière leur indépendance et en estimant qu'à long terme les deux politiques n'interagissent pas puisque la politique budgétaire agit sur les grandeurs réelles et la politique monétaire sur les grandeurs nominales. Le Pacte de stabilité et de croissance constitue une sorte de coordination « par défaut » qui protège la BCE.

• **3** En fonction des règles susmentionnées de Tinbergen et de Mundell sur la répartition des rôles entre politique monétaire et politique budgétaire pour la réalisation des objectifs externe et interne, il a été longtemps admis à la suite du modèle macroéconomique de Mundell-Fleming que la politique monétaire avait un avantage comparatif pour réaliser l'objectif externe au travers d'une politique de stabilisation du niveau général des prix. Et il y a eu progressivement consensus aussi au cours des dernières décennies pour recommander l'indépendance des banques centrales de façon à ce que la politique monétaire puisse jouir de la crédibilité nécessaire à sa réussite, crédibilité spécialement auprès des marchés financiers : il est apparu en effet hautement souhaitable que la politique désinflationniste soit confiée à une institution indépendante du pouvoir politique vu que le gouvernement, parce que soumis à

l'incertitude électorale, est considéré comme incapable de s'engager de manière crédible à mener une politique de lutte efficace contre l'inflation.

On peut trouver curieux que le pouvoir politique ait accepté de concéder l'indépendance à la Banque centrale. En réalité, cela s'explique par plusieurs raisons. D'abord, le pouvoir politique estime que son volontarisme en matière économique est plus facile à exprimer par la voie budgétaire que par la voie monétaire, d'autant plus qu'il peut reconnaître que la Banque centrale est mieux placée que lui pour maîtriser les phénomènes monétaires et financiers, ce qui participe à sa propre réussite. Ensuite, les actions par les finances publiques peuvent être politiquement très rentables. Enfin, la politique monétaire peut être politiquement plus coûteuse dans la mesure où elle semble plus adaptée pour la régulation macroéconomique restrictive tandis que la politique budgétaire l'est plutôt pour la régulation expansive.

Sur le plan empirique, dans une étude parue en 1994, qui porte sur le degré d'indépendance de 12 banques centrales pendant 30 années (1964-1994), J. Schieman montre qu'il y a une bonne corrélation entre ce degré d'indépendance et l'évolution des prix. Par ailleurs, A. Alesina et L. Summers ont étudié à la même époque la relation entre ce même degré d'indépendance et les performances de l'économie en matière de croissance et d'emploi. Ces recherches montrent que si l'indépendance des banques centrales a un net effet positif sur la maîtrise de l'inflation, elle n'a aucun effet, dans un sens ou dans un autre, sur les résultats macroéconomiques généraux.

Mais depuis quelques années, ce consensus s'effrite peu à peu. Des analyses de plus en plus nombreuses (Kebabdjian - 1994, Capoen et alii - 1994, Creel et alii - 1995, Villa - 1995), prenant acte de la grande mobilité internationale des capitaux, du fait aussi que les entreprises indexent souvent leurs prix sur leurs coûts financiers, mettent en cause la qualité du policy mix dominant : il y aurait aujourd'hui inversion des avantages comparatifs des deux politiques conjoncturelles et la politique budgétaire pourrait être dorénavant la plus efficace pour réaliser la stabilité des prix tandis que la politique monétaire serait à affecter à la régulation de l'activité. Confier alors à B.C.E. la défense de la stabilité des prix par la politique monétaire est donc inapproprié et peut même induire des effets déstabilisants sur le niveau d'activité macroéconomique. On en arrive progressivement à la proposition d'un nouveau policy mix qui rejoint les conclusions d'analyses faites sur la croissance "molle" par des auteurs comme Jean-Paul Fitoussi : il faut une politique monétaire plus souple, moins restrictive, qui accompagne une politique budgétaire d'assainissement des finances publiques sans pour autant baisser drastiquement les dépenses, ce qui ne peut qu'aggraver le chômage, déjà massif. Et on en arrive également à se poser la question de l'opportunité de l'indépendance des banques centrales.

Remarques :

1-La règle de Mundell fait inévitablement penser au principe des avantages comparatifs de Ricardo. Mais, avec l'hypothèse des anticipations rationnelles, la nouvelle économie classique (NEC) revient en quelque sorte au principe des avantages absolus de Smith : la politique budgétaire est considérée comme potentiellement inflationniste et il vaut donc mieux dédier la politique monétaire à la stabilité des prix en veillant à limiter au maximum les effets contreproductifs de la politique budgétaire. De surcroît, la politique monétaire présente pour la NEC l'avantage de permettre l'utilisation de règles alors que la politique budgétaire est davantage de type discrétionnaire.

2- Dans le cadre du « triangle d'incompatibilité », les politiques monétaires menées par les grandes banques centrales –BCE, Fed, BoE, BoJ- répondent en priorité aux besoins de la conjoncture interne. Mais elles laissent en même temps libre cours aux stratégies d'arbitrage et de portage sur les marchés, avec tous les risques que ces stratégies font courir. Autrement dit, des politiques individuellement crédibles peuvent déboucher sur un dommageable « paradoxe global de crédibilité » (voir la notion stricte de paradoxe de crédibilité, plus haut, dans nos remarques sur les missions de la Banque centrale).

3- Le policy mix, façon de combiner et/ou d'articuler les politiques économiques conjoncturelles, pose le débat entre règles (de politiques économiques) et capacités discrétionnaires (des autorités chargées de mener ces politiques). Il semble qu'en Europe on privilégie le premier terme du débat contrairement aux États-Unis qui préfèrent le second. Cela explique peut-être que l'on constate

depuis plusieurs années une certaine inertie européenne face à la réactivité américaine, d'une « résilience » économique des États-Unis plus grande que celle de l'Europe (avec l'indice 100 pour le PIB en volume au 1^{er} trimestre 2007, la crise des subprimes fait tomber en 2009 cet indice aux environs de 97 à la fois aux États-Unis, en Europe et en France ; mais fin 2013, il dépassera 108 aux États-Unis alors qu'il sera à peine supérieur à 100 pour l'Europe à 27 et inférieur à 102 pour la France), et que l'on parle de dogmatisme européen face au pragmatisme américain (tous ces derniers temps, la Fed a modifié ses taux directeurs beaucoup plus souvent que ne l'a fait la BCE et la banque centrale américaine sait beaucoup mieux que l'européenne utiliser la communication pour influencer les anticipations des agents). « La liberté de choix a été manifestement économiquement plus efficace que la contrainte, et la crédibilité n'a pas les déterminants que l'on croit » (J. Creel, dans Cahiers français n° 319 de mars-avril 2004). Quand, dans la livraison du 3^{ème} trimestre 2005 de la revue « Sociétal », Ch. Saint-Étienne cherche les raisons de la cassure de la croissance que la zone euro connaît depuis 2002, le policy mix européen lui semble être la principale : « alors que la combinaison de la politique monétaire et de la politique de change de la zone euro a été fortement restrictive en 2002-2003, et modérément restrictive en 2004, la politique budgétaire de la zone euro a renforcé cette tendance : elle a en effet été procyclique puisque le déficit public, corrigé des variations cycliques, est passé de 2,4% du PIB en 2001-2002 à 2% du PIB en 2003, et 2,1% en 2004. Avec un effort de recherche et de développement qui s'est maintenu autour de 2% du PIB en 2001-2004, tout a poussé les entreprises et les individus les plus dynamiques à quitter une zone stagnante pour aller s'ébrouer en Amérique et en Asie ».

Pour expliquer au moins en partie les moindres performances de l'économie européenne, certains accusent la BCE de manquer de réactivité. En tous les cas, on ne peut pas dire que ce manque de réactivité est une cause d'instabilité macroéconomique. En effet, les écarts-types calculés sur la période 1999-2006 montrent une dispersion et du PIB et de l'inflation dans la zone euro moins grande qu'aux États-Unis : la stabilité macroéconomique n'est donc pas en réalité moins assurée ici que là-bas, bien au contraire.

4- Une autre remarque sur le policy mix concerne la distinction entre les politiques conjoncturelles qui le composent et les politiques structurelles. Cette distinction, certes utile pour l'analyse, ne doit pas aboutir à des contradictions ou a fortiori à des oppositions dans la pratique des politiques publiques. Il faut au contraire en assurer la cohésion et l'articulation pour que l'action globale soit cohérente et efficace.

Parce qu'il y a interdépendance et complémentarité entre stabilisation de l'économie et promotion de la croissance, et par conséquent aussi entre politiques conjoncturelles et politiques structurelles, il faut multiplier les relations entre les éléments qui composent le *tableau ci-après* et y faire tomber les cloisons. Convenons cependant que cela est plus difficile à faire qu'à dire dans la mesure où le « calibrage » des politiques structurelles est beaucoup plus ardu à réaliser que celui des politiques conjoncturelles, non seulement pour des raisons techniques qui tiennent aux difficultés de la modélisation économique mais aussi pour des raisons politiques à cause de l'aversion aux réformes.

Ce tableau indique quelles sont les entités « principalement » responsables dans la mesure où, malgré la division des tâches instaurée officiellement par le traité de Maastricht en 1991 et les engagements pris par les chefs d'État lors du traité de Nice en 2000 pour délimiter clairement les rôles, il y a en réalité chevauchement des compétences. On ne compte pas moins de cinq modes de gouvernance selon le domaine d'application : 1) un pouvoir inconditionnel confié à une instance communautaire comme c'est le cas de la BCE pour la monnaie et de la Commission pour la concurrence ; 2) un pouvoir conditionnel donné à une instance communautaire, avec droit de regard laissé aux États pour les politiques communes comme la PAC et les politiques régionales ; 3) des politiques menées de manière autonome par les États mais surveillées par une instance communautaire comme c'est le cas pour la politique budgétaire avec le PSC ; 4) une coordination volontaire des politiques macroéconomiques, notamment en matière d'emploi et de réformes structurelles ; 5) des politiques nationales menées en toute indépendance, spécialement pour la fiscalité directe et les transferts sociaux. Derrière cette diversité des modes de gouvernance se

L'EURO

retrouve l'opposition entre règle et discrétion : la règle est le principe de base de la politique monétaire, la discrétion est le domaine des politiques structurelles et les politiques budgétaires donnent un exemple de choix discrétionnaires conditionnés par des règles. Cet enchevêtrement des responsabilités entraîne à la fois une concurrence entre États (notamment socio-fiscale) et une perte générale d'efficacité et de légitimité.

	<i>Politiques conjoncturelles</i>	<i>Politiques structurelles</i>
L'objectif général	Régulation de l'activité pour agir sur les fluctuations	Réforme des marchés pour élever le potentiel de croissance
Sa portée temporelle	Le court terme	Les moyen et long termes
Sa traduction institutionnelle	Traité de Maastricht + PSC	Stratégie de Lisbonne
La logique de base	Macroéconomie	Microéconomie
La cible principale	La demande	L'offre
Les entités principalement responsables	BCE pour la politique monétaire États pour la politique budgétaire États pour la fiscalité et la redistribution	UE pour les marchés de B et S et des capitaux États pour le marché du travail et en matière de recherche

Il faudrait donc rationaliser résolument le partage des compétences entre l'UE et les États, et que, pour cela, le seul critère de décision soit l'efficacité économique. Seulement, et c'est une cause importante des dysfonctionnements actuels de la construction européenne, il y a en réalité conflit entre les pays sur le degré d'intégration à réaliser in fine et c'est cela qui passe avant l'objectif d'efficacité. En effet, toute décision est d'abord jugée sur ce critère : il y a alors les pays qui en sont partisans parce qu'elle constitue selon eux un moyen de renforcer l'intégration, sans vraiment tenir compte des objectifs visés, et il y a par ailleurs les pays pour qui, également indépendamment de ses implications économiques, la décision est trop centralisatrice.

5- Une dernière remarque, ici, sur le policy mix européen : la rigidité de celui-ci tranche avec la flexibilité que l'on veut instiller dans l'économie européenne avec le marché unique et la promotion de la concurrence libre et non faussée. Il est d'ailleurs non seulement rigide - dans la mesure où la politique monétaire, unique, ne sert qu'un objectif (la lutte contre l'inflation), où les politiques budgétaires, nationales, sont en principe enserrées dans le PSC, et où la politique de change, relativement indéfinie, aboutit à un euro plutôt surévalué - mais surtout il facilite trop les stratégies de passager clandestin et donc la formation d'un cercle vicieux entre hétérogénéité de la zone et stratégies du chacun pour soi. En effet, primo, les statistiques montrent paradoxalement que ce sont les pays, en particulier les « grands », qui adoptent des stratégies non coopératives qui enregistrent les meilleures performances. Secundo, les taux de la BCE plus élevés que les autres, spécialement ceux de la Fed, pénalisent les pays les moins inflationnistes pendant que l'efficacité de la lutte contre l'inflation que ces taux permettent profite surtout aux pays les moins attentifs à l'évolution de leurs prix. Tertio, le PSC fait que la politique restrictive de grands pays comme l'Allemagne pèse sur l'ensemble de l'économie européenne pendant que les pays les plus inflationnistes profitent de la facilité qu'ils ont dans la gestion de leurs déficits pour adopter des stratégies procycliques. Quarto, la surévaluation de l'euro pénalise les pays dont les exportations sont très dépendantes de la compétitivité-prix alors qu'elle indiffère ceux qui misent sur la compétitivité qualitative, comme c'est le cas de l'Allemagne.

6- À propos de l'indépendance des banques centrales, deux observations peuvent être faites. D'abord, le principe de l'indépendance des banques centrales est conforté par la théorie du cycle électoral, selon laquelle, en l'absence d'indépendance de la banque centrale, la politique monétaire est discrétionnaire et ... à la totale discrétion du gouvernement qui l'utilise en priorité à des fins électorales. Ensuite, l'indépendance de droit proclamée par le Traité de Maastricht prolonge une indépendance de fait qui se met en action lors de l'épisode stagflationniste des années 1970 : sous le poids des nécessités et sous l'influence des théories monétaristes, les gouvernements recentrent en effet la mission des banques centrales sur la lutte contre l'inflation.

L'indépendance de la BCE est souvent critiquée, notamment à l'occasion de la discussion sur le traité constitutionnel européen. Mais comme le dit Thierry Breton, Ministre français de l'économie, « la BCE est aujourd'hui ce qu'elle est parce que les États membres ont souhaité qu'elle soit comme ça. (...) Il faut avoir le courage de le dire, le courage politique de l'assumer ». Et comme l'écrit P. Artus (Les Enjeux n° 229 de novembre 2006), « la contrepartie nécessaire de cette indépendance est la responsabilité : la Banque centrale doit décrire ses analyses, ses prévisions, expliquer ses actions. Si elle ne remplit pas ses objectifs ou se trompe dans ses analyses, elle devrait être pénalisée par le pouvoir politique (modification de ses méthodes de décision, remplacement du gouverneur, ...) ». À la responsabilité, il faut ajouter l'obligation de transparence comme contrepartie de l'indépendance. Dans son ouvrage « Que faire ? » (Perrin. Août 2006), N. Baverez prolonge la même observation : « une conception absolutiste de l'indépendance de la Banque centrale la place en triple apesanteur vis-à-vis du pouvoir politique, des marchés et de la société ». On pourrait alors parler de « déficit démocratique ».

- 4 Lors du lancement de l'U.E.M., on craint que la politique monétaire ne soit pas assez crédible à cause d'un certain partage du pouvoir monétaire entre les partenaires de l'euro et de la perte d'influence de l'Allemagne.

- 5 L'UEM, paradoxalement, favorise lors de sa mise en place plutôt la divergence des économies de la zone euro que leur convergence. En effet, les parités qui sont choisies pour convertir les différentes monnaies nationales en euro correspondent aux cours pivots existant au sein du SME avant que les pays du Sud de l'Europe n'enregistrent totalement les résultats de leurs efforts d'assainissement et l'Allemagne ceux de la réunification... Si bien que le lancement de l'UEM crée un choc interne à la zone euro très asymétrique puisqu'il crée des conditions très favorables pour certains pays et beaucoup moins pour d'autres, en particulier l'Allemagne dont le DEM entre dans le dispositif en étant très surévalué. Cette question de la divergence entre les économies de la zone euro est reprise et développée plus à la fin du paragraphe suivant.

- 6 Dès la mise en place de la BCE, sa politique monétaire est contestée dans sa mission et dans ses modalités telles qu'elles ont été précisées plus haut dans le cadre opérationnel.

- Premièrement, faire de la défense de la stabilité des prix l'objectif prioritaire sinon exclusif de la BCE semble inadapté quand le danger le plus grand est de type déflationniste et non pas inflationniste.

Plus précisément, ne confier à la Banque centrale qu'un objectif de stabilisation des prix fait courir en particulier deux risques à l'efficacité même de son action :

D'une part, si l'objectif d'inflation s'écarte trop de l'objectif collectif qu'ont implicitement les agents économiques en fonction non seulement de leur crainte de l'inflation mais aussi de celle du chômage et également en fonction de la manière dont ils ressentent les évolutions économiques générales (croissance du revenu, variabilité des taux d'intérêt, ...), la crédibilité de la Banque centrale peut être mise à mal.

D'autre part, ne pas donner à la Banque centrale d'objectif de stabilisation conjoncturelle n'est pas gênant tant qu'il y a corrélation positive entre mouvements conjoncturels et évolution des prix : l'application d'une règle de type Taylor peut convenir. Mais si la situation se caractérise à la fois par un ralentissement de l'activité et une progression des prix, comme cela peut se produire à la

suite d'un choc exogène négatif, l'action désinflationniste de la Banque centrale aggrave en même temps l'effet dépressif du choc.

- *Deuxièmement*, fixer un objectif de hausse des prix inférieure à 2 % paraît inapproprié à beaucoup, et cela pour quatre raisons essentielles :

+ *Primo* : dans notre économie réelle marquée par de nombreuses rigidités, en particulier celle des salaires nominaux, une inflation trop basse empêche de s'adapter convenablement aux fluctuations conjoncturelles. Une parfaite stabilité des prix n'est en effet supportable que lorsque les marchés sont eux-mêmes parfaits car dans ce cas les prix ont toute la flexibilité nécessaire à leur pleine adaptation aux variations du niveau d'activité. Par surcroît, une hausse faible des prix cache toujours des disparités entre les secteurs et entre les entreprises : une inflation proche de zéro signifie en réalité que dans notre économie en constante et rapide évolution les ajustements nécessaires des prix relatifs ne se font que très imparfaitement, que certains secteurs voient leurs prix de vente augmenter pendant que d'autres ont leurs prix qui diminuent au point de mettre l'économie dans une zone proche de la déflation. Par conséquent, ceux dont les prix diminuent sont contraints de s'adapter en réduisant leurs coûts et plus spécialement leurs coûts salariaux ; or, lorsque l'inflation est quasi-nulle, cela signifie concrètement non seulement la diminution des salaires nominaux mais aussi celle des salaires réels, avec les risques sociaux et économiques que cela présente. Sur la question des avantages et des inconvénients d'un taux d'inflation nul, l'article fondateur est celui écrit par George Akerlof et deux autres auteurs en septembre-octobre 1996 dans la revue *Challenge*. L'argumentation est d'ailleurs reprise dans *Le Monde* du 5 novembre 1996 par un économiste non moins connu, Paul Krugman, puis dans le même quotidien en date du 26 janvier 1999 par J.-J. Rosa. Leur raisonnement aboutit à la question de savoir s'il existe en quelque sorte un taux d'inflation optimal. Parmi les travaux consacrés à cette question, il y a d'une part ceux qui définissent le taux d'inflation optimal comme étant celui qui ne contrarie pas la croissance et d'autre part ceux qui le définissent comme étant celui qui n'aggrave pas le chômage. Les premiers comme les seconds situent le taux d'inflation optimal dans la fourchette de 2 à 3% (tout en remarquant qu'une courte accélération de l'inflation quand celle-ci est basse peut favoriser la reprise économique). On est donc nettement au-dessus d'un taux nul, et même au-dessus de la norme retenue par la BCE.

Dans le rapport du Conseil d'analyse économique consacré à la BCE, publié en 2002, Ch. Wyplosz fait une analyse statistique intéressante. Il constate que de 1955 à 1998 le taux moyen d'inflation allemand a été de 3,04 %, avec un écart-type de 1,76 (pour la France, les chiffres sont respectivement de 5,6 % et 4,1). Ce qui signifie, après avoir vérifié que le taux d'inflation suit assez bien la loi normale, qu'il y a un peu plus de 68 % de chances que ce taux soit compris dans la fourchette $3,04 - 1,76$ et $3,04 + 1,76$, c'est-à-dire entre 1,28 % et 4,8 % ; c'est bel et bien ce qui s'est réalisé durant ces années d'observation. Par conséquent, le taux limite de 2 % fixé par l'eurosystème est vraiment trop bas à la lumière de l'histoire monétaire européenne récente. L'auteur tire la conclusion qu'il serait donc plus raisonnable d'abord d'exprimer l'objectif à poursuivre sous forme d'une fourchette et ensuite de fixer les limites de cette fourchette à 1,5% d'un côté et à 4,5% de l'autre (dans un article du journal *Le Monde* du 29/1/2003, P. De Grauwe propose une fourchette plus étroite, entre 2% et 3%).

Une analyse statistique voisine est faite par A. Bourgeois (Recherche Natixis de septembre 2006, reproduite par « Problèmes économiques » du 20 décembre 2006). Cette analyse concerne l'évolution de M3, dont on sait que la norme de progression annuelle fixée par la BCE est de 4,5%. Il apparaît que pour les pays de la zone euro cet indicateur a connu une évolution correspondant grosso modo à ce chiffre de 4,5% pendant les 5 années qui ont précédé la mise en place de la BCE mais surtout que ces 5 années constituent une exception : avant elles, sur plus de deux décennies, la progression était nettement plus forte et après elles, le taux de progression est remonté au-dessus de la cible. Tout laisse donc penser que la BCE a arrêté le niveau de sa cible en fonction de statistiques portant sur une période relativement exceptionnelle. En l'occurrence, sur cette période 1994-2000, M3 a vu sa progression annuelle ralentie à cause de l'effet négatif de sa contrepartie « extérieure ». Comme l'analyse A. Bourgeois, « les banquiers centraux qui ont fixé cet objectif ont certainement été "abusés" par l'effet restrictif des opérations extérieures sur M3 durant cette

période ». À partir de 2001, et jusqu'au début 2006, c'est précisément la contrepartie « extérieure » qui explique la hausse de M3, ce qui est plutôt bon signe puisque cela s'explique par l'attrait que représente la zone euro pour les investisseurs étrangers. Et à partir de début 2006, c'est la contrepartie « intérieure », c'est-à-dire les crédits faits au secteur privé, qui devient la source principale de l'augmentation de M3. Sur l'année, M3 connaît une progression de 9,3%, donc bien supérieure à la norme des 4,5%. L'élévation des taux directeurs de la BCE pendant toute cette période n'est pas étonnante. Mais ce qui est en débat, c'est de savoir si c'est la hausse effective de M3 qui est normale et la norme de sa progression fixée par la BCE mal choisie ou si au contraire cette norme est satisfaisante et l'augmentation de M3 vraiment excessive.

Remarques :

1- Le communiqué de presse de la BCE du 8 mai 2003 déjà évoqué précise que "le Conseil des gouverneurs a décidé que, dans le cadre de la poursuite de l'objectif de stabilité des prix, il visera à maintenir les taux d'inflation à des niveaux proches de 2 % à moyen terme". On constate donc que la BCE assouplit sa définition de la stabilité des prix, ce qui répond favorablement aux nombreuses critiques faites à sa conception initiale particulièrement stricte. Cette sorte de revirement traduit en définitive le souci de la BCE de prévenir tout autant le risque déflationniste que le risque inflationniste. Ce communiqué de presse est d'ailleurs intéressant à deux titres : non seulement la norme d'inflation visée est proche de 2% et non pas inférieure à 2%, mais aussi il s'agit d'une norme de moyen terme. Cela entre en cohérence avec l'horizon d'efficacité de la politique monétaire qui est actuellement estimé à près de 2 ans.

2- Les pays qui adoptent comme stratégie de politique monétaire le ciblage d'inflation ont des cibles d'inflation supérieures à 0 dans la mesure où il y a consensus pour reconnaître qu'il est plus difficile de lutter contre la déflation que contre l'inflation.

3- La mesure du taux d'inflation soulève en elle-même des questions : d'un côté, on peut estimer que le taux est surestimé du fait que les prix de vente officiels des vendeurs pris en compte pour évaluer l'indice des prix à la consommation ne tiennent pas compte de toutes les réductions dont peuvent profiter les clients, et d'un autre côté, les indices officiels n'intègrent pas les variations qui peuvent être très importantes du prix des actifs financiers et des actifs immobiliers, ce qui fausse la prise en considération de l'effet richesse qui en résulte.

À ce sujet, deux arguments importants militent en faveur de la prise en compte des variations du prix de ces actifs spéculatifs. D'une part, les actifs financiers et immobiliers peuvent être à l'origine de la formation de bulles spéculatives dont l'éclatement peut avoir des effets terribles sur la solvabilité des agents et sur la solidité des banques. D'autre part, l'évolution des prix de ces actifs a plus de chances de bouleverser les équilibres macroéconomiques que celle des prix des biens et services dans la mesure où les seconds, contrairement aux premiers, sont contenus par la forte concurrence qui règne sur les marchés et par la réactivité de l'offre et où ils sont moins sensibles à une éventuelle expansion du crédit (les statistiques montrent que ces dernières années le développement des crédits n'a pas d'effet inflationniste significatif mais alimente par contre la hausse des prix des actifs financiers et immobiliers).

Seulement, si la BCE devait prendre en considération la hausse des prix des actifs spéculatifs, elle rencontrerait plusieurs difficultés qui peuvent expliquer ses réticences. D'abord, il n'y a pas de modèle permettant de savoir à partir de quel niveau il faudrait considérer que les actifs spéculatifs sont surévalués. Ensuite, en cas de formation de bulle, son intervention consisterait à élever fortement les taux courts, ce qui peut s'avérer contre-productif si l'inflation des prix des biens et services est faible. Enfin, d'autres armes que l'arme des taux peuvent sembler préférables pour lutter contre une spéculation sur les prix immobiliers et boursiers, comme par exemple l'arme fiscale.

Plus largement, les banques centrales répugnent à mettre la stabilisation du prix des actifs spéculatifs dans leurs objectifs pour les raisons que rappelle P. Artus, et qu'il critique dans un article publié par la CDC de novembre 2003 et reproduit dans la revue « Problèmes économiques » du 21/7/2004 :

- « absence de supériorité des banques centrales sur les marchés financiers pour connaître le juste prix des actifs ;

L'EURO

- difficulté à contrôler les prix des actifs ;
- risque d'aléa de moralité si les banques centrales annoncent qu'elles vont stabiliser les prix des actifs ;
- risque de perte de transparence si les banques centrales ont trop d'objectifs ;
- équivalence entre le contrôle des prix des biens et des services et celui des prix des actifs, puisque le prix relatif des actifs ne serait pas influencé par des variables monétaires ».

+ *Secundo* : plus l'inflation diminue plus se réduit la portée de la politique monétaire. Pour soutenir l'activité, il n'est pas possible de baisser les taux d'intérêt en dessous de zéro... C'est le risque de « trappe à liquidité », qui n'est pas qu'un cas de figure théorique que l'on trouve dans les modèles keynésiens, comme le prouve la situation du Japon dans les années 1990 : la banque centrale nippone doit durant toute cette période abandonner les taux d'intérêt comme instrument de la politique monétaire. C'est ce qui se produit aussi à la fin des années 2000 lors de la crise des subprimes. Les taux directeurs sont baissés au maximum et les économies sont donc dans la zone de la trappe monétaire : les politiques monétaires sont pratiquement neutralisées. Plusieurs experts, comme O. Blanchard, du FMI, et J.-P. Fitoussi, de l'OFCE, souhaitent que les cibles d'inflation soient relevées à 3-4% pour que la politique monétaire puisse participer au soutien de l'activité (voir Le Monde du 24/02/2010), sans parler de l'intérêt que peut présenter un minimum d'inflation pour l'allègement de l'endettement public. Le problème posé à nouveau ici est celui de l'arbitrage en inflation et chômage.

+ *Tertio* : si l'objectif d'inflation visé par la banque centrale est inférieur à ce que l'on pourrait appeler le taux d'inflation d'équilibre, la Banque centrale risque d'adopter une politique de taux excessivement élevés qui aurait certes pour effet de faire tomber assez rapidement le niveau général des prix mais qui en définitive réduirait à terme l'accumulation du capital et donc l'élasticité de l'offre, d'où paradoxalement une élévation de l'inflation d'équilibre, ce qui ferait alors entrer la Banque centrale dans un cercle vicieux puisque, constatant qu'elle n'atteint pas son objectif d'inflation, elle pourrait durcir encore davantage sa politique de taux.

+ *Quarto* : l'alinéa « secundo » indique que les taux pourraient être trop bas au point de plonger l'économie dans la trappe à liquidité et l'alinéa « tertio » qu'ils pourraient être relativement trop élevés au point de contrarier l'activité économique. On peut soutenir aussi l'idée qu'une inflation trop faible conduit de toute façon à des taux d'intérêt plutôt bas, ce qui peut stimuler excessivement le crédit, et conduire ainsi de manière mécanique à la formation de bulles spéculatives. C'est en cela que l'on peut accuser les banques centrales d'avoir quelque responsabilité dans les crises financières.

+ *Quinto* : dans une étude publiée en 2005, Christian Conrad (de l'Université de Manheim) et Menelaos Karanasos (de l'Université Brunel en Angleterre) montrent d'abord que l'inflation peut être favorable voire nécessaire à la croissance et ensuite que les dynamiques monétaires ne sont en réalité que le reflet des dynamiques des sphères économique et sociale, d'où leur grande diversité au sein même de la zone euro, et d'où par conséquent les problèmes d'hétérogénéité.

À propos de la *relation entre croissance et inflation*, les analyses développent des arguments nombreux et souvent contradictoires.

La relation croissance -> inflation se développe dès lors que la demande vient buter sur une offre insuffisamment élastique, et la hausse du niveau général des prix est d'autant plus forte que l'économie est peu ouverte sur l'extérieur.

La relation inflation -> croissance est plus compliquée.

Quand l'inflation est modérée, ses effets sur la croissance peuvent être positifs quand elle réduit le taux d'intérêt réel, puisque cela incite les agents non financiers qui ne sont pas endettés à le faire et que cela soulage ceux qui sont déjà endettés. Et de plus, l'arbitrage inflation-chômage s'impose alors de lui-même en faveur de l'inflation.

Quand l'inflation est plus soutenue, elle peut alors devenir un handicap pour la croissance. C'est ce qui s'est passé quand la stagflation est survenue au cours des années 1970. Les politiques anti-inflationnistes, de désinflation compétitive et de monnaie forte, au demeurant très liées entre elles, ont été couronnées de succès dans la restauration des équilibres macroéconomiques. Il n'empêche

que ces politiques empreintes d'orthodoxie monétaire et financière sont critiquées parce qu'elles peuvent brider la croissance et avoir un important ratio de sacrifice en termes d'aggravation du chômage. L'inflation a au moins deux autres effets négatifs sur la croissance : la désorganisation de la grille des prix relatifs et le brouillage des contextes décisionnels que cela entraîne, et le creusement des inégalités sociales, ce qui peut conduire à des incertitudes politiques.

- *Troisièmement*, prendre pour objectif intermédiaire le suivi de l'évolution de l'agrégat M3 renvoie à la question - posée depuis plusieurs années - de la pertinence des agrégats monétaires. Cette pertinence est contestable pour au moins deux raisons : la première tient au caractère de plus en plus flou et fluctuant des frontières entre les différentes catégories d'actifs monétaires et financiers ; et la seconde raison, moins souvent avancée que la première mais tout aussi importante, est que les statistiques monétaires prennent en considération les seuls actifs détenus par les agents résidents comme si ceux détenus par les non-résidents ne pouvaient pas avoir d'effets sur les conditions monétaires nationales. L'expérience de la Buba elle-même montre le peu de fiabilité du lien entre cet objectif intermédiaire (la masse monétaire) et l'objectif final (la stabilité des prix). Relevons enfin qu'en décembre 2005 la Fed décide de ne plus suivre l'évolution de M3 parce que le coût en serait plus élevé que l'avantage retiré.

Tout cela explique que des Banques centrales comme celles d'Angleterre et du Canada préfèrent la règle des "cibles d'inflation" pour gérer au plus près l'évolution du niveau général des prix en menant par conséquent une stratégie directe ; seulement, encore faut-il pouvoir disposer d'un modèle macroéconomique suffisamment fin - et donc forcément complexe - pour éclairer valablement les décisions à prendre en application d'une telle règle. Notons ici que lors de sa réunion des 1er et 2 février 2005, le comité de politique monétaire de la Fed a débattu du projet de loi Saxton qui encourage l'utilisation de cibles d'inflation. Compte tenu de cela, la BCE ne se limite pas à la seule surveillance de l'agrégat M3H (premier pilier) : elle suit également les valeurs prises par une gamme élargie d'indicateurs comme l'inflation anticipée, l'écart entre croissance effective et croissance potentielle, le prix des matières premières et les taux de chômage (second pilier).

Mais de nombreux spécialistes critiquent cette position mitigée de la BCE en préconisant d'adopter une stratégie directe en substituant clairement une cible d'inflation à l'objectif d'inflation. Comme l'écrit Ch. Wyplosz (Rapport du Conseil d'analyse économique sur la BCE - 2002) : « La différence entre un objectif de stabilité des prix et une stratégie de ciblage de l'inflation est importante. Lorsqu'une banque centrale adopte un objectif de stabilité des prix, elle s'engage à produire un certain résultat. Sa performance ne peut être évaluée qu'ex post. Étant donné les délais d'action de la politique monétaire, cela signifie en pratique qu'il faut attendre deux ans pour juger de l'action conduite. Une stratégie de ciblage de l'inflation consiste non seulement à annoncer un objectif, mais aussi à publier en temps réel les prévisions d'inflation, et à adopter les mesures correctrices à chaque fois que l'inflation anticipée diffère de l'objectif. Pour anticiper l'inflation future, les banques centrales peuvent utiliser l'écart entre les taux de rendement des obligations nominales à 5 ou 10 ans et des obligations indexées de même durée ou encore les résultats d'enquêtes auprès de professionnels de la finance. Une telle stratégie peut être évaluée ex ante ». Le ciblage d'inflation présente ainsi des avantages importants : la méthode est transparente, la communication est commode, la procédure est démocratique.

L'opposition entre la stratégie de l'objectif de stabilité des prix et celle du ciblage d'inflation renvoie à l'opposition entre politique monétaire discrétionnaire et politique monétaire par des règles : l'une et l'autre ont leurs inconvénients et leurs avantages.

En ce qui concerne la politique discrétionnaire que mènent depuis plusieurs années les banques centrales des États-Unis, du Japon et, dans une bien moindre mesure, de la zone euro, l'avantage principal est évidemment la flexibilité mais les inconvénients majeurs sont le manque de transparence et une perte de crédibilité si la Banque centrale est amenée à dévier de sa cible trop souvent. C'est ainsi que le président de la BCE, J.-C. Trichet, fait en quelques jours des déclarations totalement contradictoires : il dit le 3 novembre 2005 que le taux Refi de 2% est toujours approprié, et le 7 qu'il peut élever ce taux à tout moment... (il sera d'ailleurs augmenté d'un quart de point le 1/12/2005) ; de son côté, A. Grennspar a répondu un jour que si on l'avait

bien compris, lors de l'une des déclarations qu'il venait de faire, c'est qu'il s'était mal exprimé (notons ici que la stratégie d'A. Greenspan a en fait beaucoup évolué en la matière : si au début de sa présidence les réunions du « Federal Open Market Committee » n'étaient ni programmées à l'avance ni ses décisions annoncées et commentées, elles sont aujourd'hui régulières et suivies de comptes-rendus exhaustifs). La crédibilité de la banque centrale est alors directement fonction du talent et de la réputation du banquier central (pour reparler du Président de la BCE, il convient de remarquer que J.-C. Trichet avait prévenu en octobre (2006) qu'une hausse supplémentaire des taux directeurs avait une grande probabilité de se produire en décembre, ce qui eut bel et bien lieu : le fait de dire ce que l'on va faire et de faire ce que l'on a dit est incontestablement un facteur de crédibilité).

Au contraire, la politique monétaire par affichage d'une règle donnée privilégie la transparence, évite le problème de l'incohérence temporelle et tente d'asseoir ainsi la crédibilité de la banque centrale. L'inconvénient principal est évidemment le manque de flexibilité.

Dans un article publié par la CDC en novembre 2003 (et reproduit dans la revue « Problèmes économiques » du 21/7/2004), P. Artus précise que le ciblage d'inflation (« inflation targeting ») consiste pour les banques centrales à stabiliser l'inflation future anticipée. Selon cet auteur, grâce au ciblage d'inflation, les banques centrales sont plus efficaces : « elles rendent la politique monétaire plus restrictive non pas lorsque l'inflation apparaît effectivement mais beaucoup plus précocement (préemptivement) lorsqu'elles anticipent que l'inflation pourrait réapparaître dans le futur. Ceci a plusieurs avantages :

- au moment où la politique monétaire est durcie, l'activité est encore forte, ce qui évite de creuser une récession pour lutter contre l'inflation, d'où l'absence de conflit d'objectifs entre la stabilisation des prix des biens et services et la stabilisation de l'activité réelle ;
- si l'inflation est combattue avant qu'elle n'apparaisse, la banque centrale devient crédible (du point de vue de la lutte contre l'inflation), et un moindre mouvement des taux d'intérêt est nécessaire pour stabiliser les prix puisque les anticipations d'inflation du secteur privé sont basses ;
- puisque l'inflation n'a pas encore apparu au moment où elle est combattue, il faut une faible hausse des taux d'intérêt pour faire disparaître l'inflation future anticipée tandis que si l'inflation est combattue uniquement lorsqu'elle est présente, il faut une très forte hausse des taux en raison des délais d'action de la politique monétaire ».

M. Aglietta complète l'analyse dans le rapport au Conseil d'analyse économique de 2002 cité plus haut, ce qui l'amène à être encore plus catégorique sur la position ambiguë de la BCE. Pour lui, la méthode de l'objectif d'inflation utilisée par la BCE correspond à un contexte d'offre exogène de monnaie, celui qui correspond à l'analyse classique fondée sur la théorie quantitative de la monnaie qui postule la stabilité de la demande de monnaie et la neutralité de la monnaie. Mais nos économies contemporaines correspondent à un contexte d'offre endogène de monnaie qui n'ont plus le garde-fou de l'étalon-or pour assurer la stabilité de l'unité de compte : le ciblage d'inflation est le seul dispositif institutionnel alternatif. Car, si en cas d'exogénéité de l'offre de monnaie l'inflation se définit naturellement par un excès de l'offre, et si par conséquent le choix d'un objectif d'inflation fait à partir d'un agrégat de monnaie est cohérent, en cas d'endogénéité l'inflation se définit par la mise en cause de l'intégrité de l'unité de compte à travers le temps. "En économie monétaire l'unité de compte est un bien collectif qui résulte d'un jeu de coordination des anticipations privées, appelées jeu de confiance. Ce jeu a une infinité de solutions qui résultent de l'intensité des indexations croisées conflictuelles financées par le crédit. La banque centrale fournit un standard conventionnel qui lève l'indétermination sur la solution du jeu. Concrètement elle rend coûteuse la quête de formules d'indexation privée par lesquelles les agents inquiets cherchent à protéger la valeur future de leurs avoirs. Parce qu'il est dans la nature des standards communs de réduire énormément les coûts d'information, l'unité de compte est postulée stable tant que les agents n'ont pas de preuves patentes et répétées du contraire".

On constate donc que de nombreux auteurs préconisent la stratégie de ciblage d'inflation, spécialement pour la BCE, et il se peut que la Fed opte aussi en sa faveur puisque Ben Bernanke,

successeur d'A. Greenspan, a fait paraître en 1999 avec des coauteurs un ouvrage sur « inflation targeting, lessons from international experience ». En effet, alors que sous l'ère Greenspan la Fed fonde sa politique monétaire sur la croissance et l'inflation sans préciser ses objectifs de manière chiffrée, le nouveau président de la Fed annonce une approche ciblée de lutte contre l'inflation. La stratégie de ciblage d'inflation se généraliserait donc, bien que ce ciblage puisse prendre des nuances différentes : alors que pour la BCE il vise plutôt un horizon annuel, celui de la Fed s'appliquerait au moyen terme pour porter sur tout un cycle économique. Il convient aussi de se souvenir que la Banque du Canada a mené fin 1998 une étude qui conclut sur une efficacité toute relative de cette stratégie.

- *Quatrièmement*, faire de l'open market l'instrument essentiel de la politique monétaire soulève la question de l'efficacité de l'arme des taux courts.

+ *Primo*, les taux directeurs des marchés financiers sont les taux longs du marché obligataire et l'articulation entre taux courts et taux longs est complexe (voir plus loin les réflexions sur le canal des taux). On peut aussi estimer que la politique budgétaire est plus appropriée pour moduler les taux longs.

+ *Secundo*, les canaux de transmission de la politique monétaire ne fonctionnent pas aujourd'hui comme hier et jouent de manière différente selon les pays : en effet, la libéralisation financière en modifie sensiblement l'impact et les progrès dans la convergence monétaire et financière des économies européennes ne sont pas suffisants pour que les manipulations des taux courts produisent dans les différents pays les mêmes effets recherchés, et en même temps. Les pays réagissent diversement, que ce soit en termes de délais de répercussion sur les taux bancaires ou d'implications sur les comportements des agents non financiers, à cause de différences dans leurs modes de financement, dans les poids respectifs des financements à court, moyen et long termes et dans la situation de l'économie nationale au sein du cycle conjoncturel. Comme la BCE fixe un seul taux principal de refinancement, celui-ci peut être trop élevé pour les pays en difficulté et trop faible pour ceux qui sont à la limite de la surchauffe : "résultat, ceux qui vont bien vont encore mieux, ceux qui vont mal vont encore plus mal" (P. Artus, Le Monde du 27/05/2003). Et comme le PSC impose une stricte discipline budgétaire, "l'Europe n'a aucun mécanisme économique ou institutionnel qui aide un pays qui va mal à revenir dans la moyenne : nous sommes dans une dynamique de divergence" (P. Artus).

+ *Tertio*, si la régulation par les taux constitue l'instrument privilégié pour la BCE comme pour la Fed, les canaux de transmission de la politique monétaire (voir notre document sur ce thème) n'ont pas le même impact de part et d'autre de l'Atlantique. En effet, la politique d'open market est d'autant plus efficace qu'elle se répercute bien et sans délai sur les taux des crédits et que les effets richesse sont importants. Or, plusieurs constats amènent à conclure qu'en Europe la politique monétaire ne bénéficie pas d'aussi bons canaux de transmission qu'aux États-Unis :

Canal du crédit :

Du côté des ménages, la dette est le plus souvent à taux fixes en Europe alors qu'elle est plutôt à taux variables aux États-Unis, d'où une plus grande sensibilité aux variations de taux de court terme là qu'ici.

Du côté des entreprises, lorsque les crédits sont rationnés, le financement externe peut être d'autant plus facilement trouvé et stabilisé que la désintermédiation est poussée, que le marché obligataire est de grande taille, ce qui est bien évidemment davantage le cas aux États-Unis qu'en Europe continentale ; et le coût du financement sur le marché obligataire dépend des taux de marché, et par conséquent des mouvements de taux directeurs.

Canal des taux :

Les taux sur lesquels les Banques centrales peuvent agir - et efficacement - sont les taux courts. Hélas, il est démontré que les taux courts n'exercent qu'une influence économique limitée. Les taux qui jouent dans les calculs intertemporels (pour l'épargne des uns et pour l'endettement des autres) sont non pas les taux courts mais les taux longs. En principe, ces taux longs sont le reflet des anticipations que font les marchés de l'évolution des taux courts et par conséquent de ce que les marchés anticipent des politiques monétaires décidées par les Banques centrales ; d'où, il faut le souligner au passage, l'importance de la qualité de la communication des

Banques centrales en direction des marchés ainsi que des réactions des marchés dans le comportement des banquiers centraux. Mais en réalité, l'évolution des taux longs européens est plus sensible à celle des taux obligataires américains qu'à celle des taux courts européens, la réponse des taux longs aux taux courts étant même la plus faible dans la zone euro.

Canal des effets de richesse :

Les prix des actifs spéculatifs (biens immobiliers et valeurs mobilières) dépendent notamment des taux d'intérêt et de l'offre de crédit et en cela, ils sont sensibles à la politique monétaire ; seulement, selon certaines études, les effets de richesse sont près de 3 fois plus élevés aux États-Unis qu'en Europe continentale.

Conséquence : le fait que les canaux de transmission de la politique monétaire jouent moins bien en Europe réduit l'efficacité de l'action de la BCE. On peut néanmoins nuancer cette conclusion en tenant compte des anticipations. On a dit plus haut que les anticipations constituent un canal de transmission à part entière et de plus en plus important. L'efficacité de la politique monétaire dépend aujourd'hui davantage des mesures attendues que des mesures effectivement prises. Des études récentes montrent que de ce point de vue la zone euro n'est pas plus mal lotie que les États-Unis en ce sens que, grâce à la communication faite en leur direction, les marchés européens prévoient de manière aussi satisfaisante que leurs homologues américains les mesures qu'est amenée à prendre la Banque centrale. Par conséquent, l'objectif de ne pas trop surprendre les marchés et de ne pas les prendre à contre-pieds est bien réalisé.

- *Cinquièmement*, le caractère "unique" de la politique monétaire européenne entre en contradiction avec l'hétérogénéité de la zone, ce qui repose la question de la ZMO. Le fait de soumettre tous les pays au même taux d'intérêt directeur a des conséquences paradoxales : dans les pays les plus dynamiques, où les prix ont donc tendance à croître relativement plus vite que dans les pays où la croissance est moins vigoureuse, les taux réels ont tendance à être plus bas, ce qui renforce le risque de surchauffe.

Certes, l'application des critères de convergence a débouché sur le rattrapage de croissance de certains pays et l'approfondissement du marché unique a permis le rattrapage de prix de certains pays et tout cela explique certaines disparités qui doivent être considérées comme transitoires. Mais il y a d'autres disparités qui, sous l'influence de spécialisations internationales et de cadres juridico-institutionnels spécifiques, sont non seulement conjoncturelles mais surtout structurelles (Voir sur cette question l'article de J.-P. Pollin dans les Chroniques économiques 2001 - Descartes & Cie).

Ces disparités correspondent à deux sortes d'asymétries, les unes découlant des aléas auxquels les économies sont confrontées et les autres s'expliquant par les comportements macro-économiques que les responsables économiques adoptent face aux chocs symétriques. Notons que ces deux types d'asymétrie sont souvent elles-mêmes la conséquence d'une troisième asymétrie, celle qui existe entre petits pays et grands pays, asymétrie que l'on évoque un peu plus bas.

La théorie des ZMO répond assez bien au premier type de disparité et on peut considérer que l'UEM, paradoxalement, favorise ce type d'aléas puisqu'elle pousse à la spécialisation des régions, ce qui produit des effets d'agglomération.

Empiriquement, ce sont les asymétries de comportement macroéconomique qui jouent le rôle le plus significatif. Cela est particulièrement sensible dans six domaines :

- L'évolution de la parité euro/dollar : d'une part, le commerce extérieur des différentes économies européennes n'est pas quantitativement ni qualitativement le même avec la zone dollar, d'où des sensibilités différentes aux variations de cette parité, et d'autre part les économies européennes n'ont pas le même pouvoir de marché et ne sont "faiseuses de prix" que lorsqu'elles vendent des biens et services haut de gamme et à haute valeur ajoutée, étant systématiquement "preneuses de prix", donc dépendantes du dollar, quand les biens et services qu'elles exportent, dans la zone euro comme dans la zone dollar, sont standardisés.

- La diversité des systèmes financiers européens, en particulier quant au partage finance directe/finance indirecte : cette diversité fait que les effets d'une variation des taux sont différents sur les investissements des entreprises et sur la richesse des agents, d'où des réactions très différentes à une seule et même politique monétaire.

- La diversité des systèmes bancaires, notamment quant au degré de concentration et à la structure de bilan.
- La diversité des réactions des agents emprunteurs, à cause des différences en matière d'aversion au risque, de sources de financements alternatives et de revenu disponible.
- Les réponses des prix et des salaires à un choc exogène : elles sont fonction du jeu social et du degré plus moins centralisé des négociations salariales : quand ce jeu est centralisé, il est plutôt coopératif et donc pas trop défavorable à la compétitivité de l'économie nationale ; et vice versa.

En conséquence de ces diverses observations, il faudrait des politiques monétaires différentes. Cela explique que la BCE cherche à définir une politique "moyenne" pour maximiser en quelque sorte la somme des bien-être nationaux. Mais le conseil des gouverneurs est sans doute sensible aux intérêts spécifiques de chaque économie nationale. Il y a donc dilemme entre tenir compte des particularités des différentes économies (en particulier la sensibilité au taux d'intérêt qu'ont leur activité et leurs prix) et efficacité macroéconomique de la politique monétaire au niveau de toute la zone, donc entre prendre en compte l'hétérogénéité et avoir une politique monétaire peu réactive et sous-optimale, et viser l'efficacité au niveau de la zone et risquer une aggravation des disparités. Cela revient à proposer qu'il faut libérer la politique monétaire de ce dilemme en laissant à la politique budgétaire le soin de traiter l'asymétrie des chocs ; mais encore faut-il que la politique budgétaire en ait les moyens...

- L'hétérogénéité des canaux de transmission de la politique monétaire unique. (voir sur ce thème l'article de A. Penot et J.-P. Pollin, de l'Université d'Orléans, 2002).

Le fait que la politique monétaire unique crée plutôt de la divergence qu'elle ne renforce la convergence entre les économies de la zone euro se vérifie dans les statistiques du début de la décennie 2000. Selon J. Pisani-Ferry, c'est en 1997 que les économies européennes ont le plus convergé et depuis elles n'ont pas cessé de diverger et en conclut que « le caractère unificateur de l'adhésion à la monnaie unique n'a pas fonctionné ». Non seulement les écarts d'inflation et de taux d'intérêt réels ne sont pas négligeables et l'évolution des coûts unitaires de production affecte la dynamique de la compétitivité des pays mais encore les taux de croissance sont sensiblement différents d'un pays à l'autre. De plus, les ressorts de cette croissance ne sont pas du tout les mêmes : ici, c'est la demande intérieure, poussée soit par la consommation soit par les achats immobiliers, là ce sont les exportations. Ces disparités de croissance alimentent évidemment des disparités budgétaires. En définitive, cette dynamique de divergence accrue est une preuve que la zone euro n'est pas optimale et qu'elle s'écarte même de l'optimum supposé ; car dans une ZMO, la politique monétaire unique doit convenir à tout le monde (pour des statistiques sur l'hétérogénéité de l'UE au milieu de la décennie 2000, voir l'article du journal *Le Monde* du 17/5/2008, p. 9). Selon le même J. Pisani-Ferry (*Le Monde* du 28 mai 2008), le problème de la faisabilité d'une politique monétaire unique pour la zone euro se pose de manière encore plus vive en 2008, et cela pour deux séries de raisons. La première est que les années 2007-2008 soumettent la zone à des chocs très asymétriques : la crise immobilière touche beaucoup plus certains pays que d'autres et il en est de même pour la crise bancaire mais ce ne sont pas les mêmes pays. La seconde raison tient aux capacités bien différentes que montrent les différents pays en matière de compétitivité à l'exportation.

Il est à noter toutefois que la mise en place de l'euro a pour effet de réduire les délais de transmission des taux du marché monétaire aux différents taux bancaires. L'étude menée par Jérôme Coffinet (*Bulletin de la Banque de France* d'avril 2005) montre que cette transmission est non seulement plus rapide qu'auparavant mais aussi que s'est accru le degré d'homogénéité au sein de la zone euro en ce qui concerne les délais moyens d'ajustement. Il y a également une réponse plus symétrique qu'avant des taux bancaires aux impulsions monétaires, en ce sens que les taux bancaires réagissent plus vite non seulement en cas de hausse des taux directeurs mais aussi en cas de baisse : cela est l'une des conséquences favorables de l'intensification de la concurrence entre institutions financières au sein de la zone euro.

Dans son numéro de septembre 2005, la revue « Conjoncture » de BNP-Paribas étudie en détail, sous la signature de Mathieu Kaiser, l'évolution de plusieurs critères de mesure de la convergence de la zone euro.

- Concernant le PIB, l'écart-type des taux de croissance annuels nationaux est plutôt supérieur en 2004 à ce qu'il était en dix ans plus tôt.
- Concernant le PIB réel par tête, l'écart-type a diminué mais très lentement puisqu'il est encore en 2004 supérieur à 12% contre un peu plus de 15% en 1980.
- Concernant le taux de chômage, il a globalement peu évolué sur l'ensemble de la période. Selon les statistiques harmonisées de l'OCDE, le taux de chômage a évolué entre 7,5% en 1991 à 10,74% en 1997 et à 8,9% en 2004, ce qui correspond à une marge de fluctuations certes plus étroite (il y a d'ailleurs une réelle diminution de l'écart-type des taux de chômage européens) mais significativement plus élevée que dans les cas américain et britannique.
- Concernant le taux d'inflation, leur convergence a été manifeste jusqu'en 1999 mais celle-ci s'est stabilisée depuis. Il est par ailleurs constaté que les écarts d'inflation sont plus persistants dans la zone euro qu'aux Etats-Unis, spécialement lors des phases de ralentissement économique.
- Concernant les cycles d'affaires, on note une convergence croissante, autrement dit une plus grande synchronisation, ce qui semble être une conséquence logique des progrès de l'intégration non seulement commerciale mais aussi et surtout financière (remarquons cependant que les économistes ne tirent pas les mêmes conséquences des effets des différentes dimensions de l'intégration économique sur les degrés de spécialisation des économies et de synchronisation des cycles).
- Il y a donc une contradiction entre la plus grande synchronisation des cycles et un manque de convergence des revenus par tête. Comme l'écrit M. Kaiser, « c'est qu'en réalité les divergences sont plus profondes. (...) Malgré la synchronisation des cycles (...), les divergences structurelles synthétisées par la décomposition de la variance de la croissance potentielle irriguent un ensemble de phénomènes qui, à terme, pourraient justement finir par se traduire par une décorrélation marquée des cycles ». En effet, les études montrent que la composition de la croissance potentielle est très hétérogène, notamment à cause des différences d'un pays à l'autre en matière d'institutions du marché du travail, de productivité totale des facteurs et de dynamisme démographique.

4. On a dit que la politique désinflationniste peut faire courir le risque de déflation. Il est important ici de distinguer la « bonne déflation » et la « mauvaise déflation ». La bonne déflation est une déflation au sens étroit du terme, c'est-à-dire une baisse du niveau général des prix, qui s'explique par une poussée d'innovations qui augmentent la productivité et autorisent donc des baisses de prix sans affecter ni la rentabilité des entreprises ni le pouvoir d'achat des ménages. La mauvaise déflation est une déflation au sens large du terme, c'est-à-dire une baisse du niveau général des prix accompagnée d'un fléchissement de l'activité et donc d'une montée du chômage. La mauvaise déflation est synonyme de crise. Indiquons que la bonne déflation peut cependant se convertir en mauvaise déflation : une vague d'innovations peut facilement laisser entrevoir des opportunités de profit élevé, et si la spéculation est ainsi abusivement alimentée en même temps que la politique monétaire reste trop accommodante, on peut se trouver en situation de surendettement et de surinvestissement, et par conséquent de surcapacité, donc de crise.

Dans son numéro de mars 2008, la revue « Conjoncture » de BNP-Paribas, Clemente De Lucia mène une étude similaire à la précédente, et les conclusions sont d'ailleurs voisines. Parmi les résultats produits, relevons les plus importants :

- La dispersion des taux de croissance des différents pays de la zone euro n'évolue pas significativement : l'écart-type est de 1,5 dans les années 1980, puis de 2,1 dans les années 1990 et à nouveau de 1,5 entre 2000 et 2007. La France occupe une position médiane avec un taux de croissance très proche de la moyenne, pendant que les petits pays et l'Espagne ont des taux plutôt supérieurs, sous l'effet notamment d'un phénomène de rattrapage, et que l'Allemagne et l'Italie ont des taux inférieurs. Mais il faut constater un certain effritement de la croissance moyenne, une certaine convergence du taux moyen vers les taux des pays les moins dynamiques : au cours de la deuxième moitié des années 1990 le taux annuel moyen est de 2,8% et entre 2000 et 2007 le taux annuel moyen passe à 2%.

- La convergence des cycles économiques des pays de la zone euro s'est progressivement renforcée depuis la mise en place du Marché unique et elle atteint aujourd'hui un degré élevé, surtout entre les grands pays. Ce constat est très positif pour le bon fonctionnement de la zone euro et pour l'efficacité de la politique monétaire : plus il y a synchronisation des cycles des États membres et moins il y a de chances que la politique monétaire unique soit une source de divergences entre leurs économies. La forte corrélation des cycles d'exportations est un facteur explicatif important. Autrement dit, parmi les grandes variables qui déterminent l'évolution du PIB, les exportations jouent le rôle majeur alors que les autres variables exercent sur le cycle une influence différente selon les pays : ainsi, le cycle économique est fortement lié en France à l'évolution de l'investissement, ce qui n'est pas le cas en Allemagne. Il faut noter par ailleurs, que le cycle de la zone euro est bien davantage corrélé aujourd'hui qu'hier au cycle de l'économie américaine, avec un retard d'environ 1 semestre, le cycle américain étant lui-même corrélé davantage à celui du reste du monde, globalement. Cette observation ne milite donc pas pour un découplage significatif possible entre les deux conjonctures de part et d'autre de l'Atlantique ; elle fait également douter que les pays émergents asiatiques puissent être complètement à l'abri d'une éventuelle récession américaine.

Notons pour finir sur ce point que la crise des subprimes survenue en 2007 accroît le degré de divergence entre les économies de la zone euro parce que celles-ci ne sont pas soumises de la même façon aux fluctuations des prix dans l'immobilier, au ralentissement économique et à la politique monétaire de la BCE. Celle-ci maintient la pression sur ses taux et l'euro est plutôt surévalué. D'où des réactions bien différentes des pays selon l'importance des crédits à taux variables, de celle du secteur immobilier dans la croissance, selon le rôle de l'endettement des agents dans leurs performances économiques et selon aussi la structure de leur commerce extérieur.

• **7** On peut faire ici un rapide historique des premières années de la politique monétaire de la BCE et des réactions qu'elle a suscitées, et en profiter pour évoquer aussi celle de la Fed.

- En 2004, la Fed remonte cinq fois ses taux en l'espace de 6 mois et son principal taux directeur est fixé à 2,25 % le 14 décembre. C'est la première fois que le taux américain dépasse celui de la BCE depuis avril 2001. Comme l'écrit Éric Leser dans Le Monde du 16 décembre 2004, « à 2,25%, le taux directeur américain reste faible. Pour effacer les conséquences de la récession de 2001, des attaques terroristes du 11 septembre, des scandales comptables et des guerres d'Afghanistan et d'Irak, la Fed avait abaissé le prix de l'argent à 1% en juin 2003, son plus bas niveau depuis quarante-six ans. Ses responsables ont annoncé depuis l'été (2004) vouloir le ramener progressivement à un niveau économiquement "neutre", ni expansionniste ni récessionniste. Pour les analystes, cela signifie que la Fed devrait continuer en 2005 à remonter ses taux » : elle l'élève d'ailleurs à plusieurs reprises par la suite, notamment à 2,5% le 2 février 2005 et à 2,75% le 22 mars 2005. Le 30 juin 2005, il passe à 3,25%. La Fed augmente encore son taux directeur d'un quart de point, l'élevant ainsi à 3,5% le 9/8/2005, à 3,75% le 20/09/2005, à 4% le 1/11/2005 (il est donc à cette date-là double du taux directeur européen), à 4,25% le 13 décembre 2005 et à 4,5% le 31 janvier 2006 lors de la réunion où A. Greenspan laisse sa place à Ben Bernanke : c'est la 14^{ème} augmentation consécutive depuis juin 2004, alors que le taux était de 1% en juin 2003, niveau le plus bas depuis 46 ans, pour contrecarrer les effets dépressifs des attentats du 11 septembre 2001 et de l'écroulement de la bulle Internet.

- Pour la Fed, sa politique monétaire reste cependant accommodante et annonce qu'elle est prête à l'abandonner à « un rythme mesuré » dans la mesure où la forte croissance (3,4% en rythme annuel) et le faible taux de chômage (5%) font planer des risques inflationnistes, aggravés par les cyclones Katrina (août 2005) et Rita (septembre 2005), le choc pétrolier et la bulle immobilière : les experts s'attendent donc à d'autres hausses... D'ailleurs, la Fed continue à augmenter très régulièrement ses taux : ainsi, le 29 juin 2006, pour la 17^{ème} fois consécutive, elle accroît son taux d'un quart de point en le fixant à 5,25%. Mais, comme la croissance américaine montre au cours

de l'été 2006 des signes de ralentissement, la Fed laisse son taux inchangé en août et pendant plusieurs mois.

La hausse des prix énergétiques (le prix du baril de Brent de la mer du nord est à 78,64\$ le 7 août 2006, ce qui représente une augmentation de 50% depuis novembre 2005) peut avoir deux conséquences liées mais contradictoires sur l'inflation. La première est un risque inflationniste, pas tellement à cause d'une possible propagation de la hausse des prix de l'énergie au reste de l'économie (l'inflation sous-jacente reste modérée) mais à cause des conséquences sur le pouvoir d'achat des ménages, d'où le danger d'un retour de la spirale prix-salaires. La seconde conséquence est un risque de diminution de la croissance, car si les ménages voient leur pouvoir d'achat se réduire et si leur épargne ne peut pas suffire pour compenser, la consommation finale globale peut s'en ressentir négativement ; une baisse de la consommation des ménages et un ralentissement de la croissance éloigneraient le risque inflationniste. Au cours de l'été 2006, la hausse des taux directeurs américains commence à inquiéter plusieurs experts qui pronostiquent un début de retournement de politique monétaire en 2007 dans la mesure où cette hausse peut porter préjudice à la croissance de l'économie des États-Unis. D'ailleurs, cette croissance semble en effet marquer le pas au cours de l'été 2006, d'où le statu quo décidé en août par la Fed en matière de politique monétaire, ce qui constitue la première pause dans la hausse des taux directeurs américains depuis 2 ans.

- La première hausse depuis 5 ans de ses taux que la BCE a décidée le 1^{er} décembre 2005 suscite plusieurs commentaires. Les experts sont plus nombreux à critiquer la décision prise qu'à l'approuver, car il semble que le risque inflationniste soit plus faible que celui de pénaliser la croissance, surtout que l'inflation salariale est peu probable, vu la situation de l'emploi. Mais il est vrai aussi que la norme d'inflation est dépassée, que le crédit immobilier continue à se développer excessivement, que le taux directeur américain est le double de celui de la zone euro et que la BCE a le souci d'affirmer sa réputation... La question qui se pose fin 2005 est de savoir si cette décision est l'annonce d'un cycle de hausse des taux directeurs de la BCE : tout en qualifiant cette correction des taux de modérée, le Président de la BCE J.-C. Trichet indique ne pas vouloir s'engager dans une série de hausses de taux. Cependant, lors de son intervention du 12 janvier 2006, il laisse au contraire penser que d'autres hausses peuvent intervenir, conformément d'ailleurs aux anticipations des marchés. C'est d'ailleurs à partir de cette époque que la communication du Président de la BCE s'est comme normalisée pour servir de signal aux marchés : selon la situation, il parle dans ses déclarations de « vigilance » ou bien de « surveillance », ces mots-codes signifiant respectivement qu'une hausse des taux est ou n'est pas envisagée pour le mois suivant. Cela dit, il faut en effet constater que, même si l'inflation se rapproche de la norme de 2% (2,2% en 2005), la progression de M3 a été de 7,6% en novembre 2005 (elle sera même de 9,3% sur l'année 2006) alors que la norme fixée par la BCE est de 4,5% et que le taux de croissance du crédit au secteur privé, spécialement dans le domaine immobilier, continue d'accélérer (la BCE craint que l'inflation dans la sphère financière et immobilière se transmette au bout du compte à la sphère réelle par l'intermédiaire du crédit hypothécaire).

- De son côté, le 13 décembre 2005, le Président de la Fed, augmente également d'un quart de point le taux directeur (de 4 à 4,25%) en laissant penser que la Fed peut arrêter la hausse des taux, ininterrompue depuis le début 2004. Mais il n'en est rien ni aux États-Unis ni dans la zone euro.

En effet, du côté de la Fed, non seulement une nouvelle hausse a lieu lors de la dernière réunion présidée par A. Greenspan le 31/1/2006 mais en plus B. Bernanke laisse en février clairement entrevoir lors de ses premières interventions officielles (devant la Chambre des Représentants et devant le Sénat) qu'il y aurait poursuite de la hausse en mars. Le 28 mars, le taux directeur passe bel et bien à 4,75% (il est même fixé à 5% le 10/5/2006 et à 5,25% le 29/06/2006) : le taux court se hisse ainsi à la hauteur du taux des Bons du Trésor américain à 10 ans (4,671%) et il risque donc d'y avoir inversion des courbes de taux. Le nouveau président de la Fed assure que l'inversion des courbes de taux ne devrait pas avoir d'impact négatif sur l'activité comme cela a pu être le cas dans le passé et explique la relative faiblesse des taux longs par un excès d'épargne dans le monde et par le fait qu'une forte proportion de celle-ci se place en titres obligataires américains.

- Du côté de la BCE, la hausse des taux directeurs se poursuit dès mars 2006. Il faut reconnaître que les prix alors élevés du pétrole, une importante utilisation des capacités de production, le niveau d'emploi proche de la surchauffe, la forte expansion économique poussée par la consommation et la bulle immobilière sont autant de facteurs potentiellement inflationnistes. La forte contribution de la consommation des ménages à la croissance économique est un phénomène assez général : cela met donc en difficulté les diverses banques centrales dans la mesure où décider un resserrement monétaire sous prétexte qu'il est prudent de ralentir la progression de

l'endettement des ménages peut contrarier fortement la croissance. Concrètement, le taux principal de la BCE atteint 3,25% en octobre 2006 et la BCE fait même comprendre qu'elle a l'intention de poursuivre cette politique de resserrement monétaire. De fait, le taux principal de refinancement bat son record historique en décembre 2006 en atteignant 3,5%, puis grimpe encore d'un quart de point en mars 2007 pour atteindre 3,75%, puis 4% en juin 2007. J.-C. Trichet indique d'ailleurs à ce moment-là que le Conseil des gouverneurs reste sur le « qui vive » et rappelle qu'il est prêt à agir à temps et fermement pour assurer la stabilité des prix à moyen terme. Même si cette mesure renforce la crédibilité de la BCE dans la mesure où son président dit ce qu'il va faire et fait ce qu'il a dit, cette stratégie est d'autant moins bien comprise que le prix du baril de Brent a perdu 15% au cours du seul mois de septembre 2006, que l'inflation recule dans plusieurs pays européens et que l'économie américaine connaît un ralentissement qui pourrait se répercuter en Europe. De plus, il semble prouvé que la hausse des taux directeurs de la Banque centrale n'a que peu d'impact sur les prix dans l'immobilier puisque les taux des crédits à l'habitat restent bas (le freinage de l'augmentation de ces prix s'explique d'ailleurs davantage par la « désolvabilisation » des clients potentiels que par les conditions de crédit). Plus généralement, cette politique monétaire de la BCE soulève trois autres questions, liées d'ailleurs l'une à l'autre. La première est celle de la relation entre la politique monétaire de la banque centrale et l'évolution des taux longs : la hausse à 3,75% de mars 2007 du principal directeur de la BCE fait que dans la zone euro il ne coûte pas plus cher d'emprunter à dix ans qu'à trois mois, ce qui ne s'était pas réalisé depuis octobre 2000. Autrement dit, la politique monétaire de la BCE se répercute beaucoup plus sur les taux courts que sur les taux longs. Cela s'explique par le fait que ces taux longs dépendent davantage de l'évolution des prix dans l'immobilier, de celle du volume des liquidités, des arbitrages entre les divers actifs financiers, et surtout des anticipations d'inflation ; et il est certain que la crédibilité dont peut jouir la banque centrale exerce un effet non négligeable sur ces anticipations. La seconde question est celle de la relation que la BCE entretient avec les marchés : car, d'un côté l'évolution dans la communication de la BCE (« du surprenant Duisenberg au prévisible Trichet », titre B. Cavalier, de la direction des études économiques du Crédit Agricole, dans la publication « Éclairages » de mars 2007) peut laisser penser que les déclarations du Président de la BCE sont faites avec le souci de ne pas prendre les marchés financiers à contre-pieds, alors que d'un autre, J.-C. Trichet déclare lui-même en 2007 que « sauf circonstances exceptionnelles, un niveau raisonnable de prévisibilité ne doit pas être rejeté. Mais c'est une question de probabilité ; ce n'est jamais une certitude à 100% et je n'exclus pas la possibilité que nous puissions surprendre le marché. C'est clairement ce qu'une banque centrale doit être capable de faire ». La troisième question concerne le bien fondé d'une communication de la banque centrale trop normalisée, avec l'utilisation d'un vocabulaire trop codé : la prévisibilité à court terme s'en trouve certes améliorée mais la politique monétaire y perd aussi de sa flexibilité et de sa réactivité. La réflexion précédente de J.-C. Trichet signifie aussi qu'il peut être nécessaire pour une banque centrale de ne pas être trop prévisible...

En somme, le débat consistant à savoir si la politique de la BCE est plutôt accommodante ou au contraire trop restrictive reste largement ouvert et il divise les experts. Sans vouloir pour autant le trancher, on peut malgré tout se référer à deux indicateurs : à la règle de Taylor et à « l'indice des conditions monétaires réelles » que certains organismes calculent en combinant les niveaux des taux d'intérêt courts et longs, le niveau du taux de change et bien sûr aussi celui du taux d'inflation. D'après les estimations de la règle de Taylor, il semble que l'on ait affaire à deux principales périodes dans la politique monétaire de la BCE depuis sa création. D'une part, entre 1999 et le milieu de 2001, au cours de laquelle les taux directeurs sont plutôt au-dessus des taux de

Taylor : la politique monétaire est donc plutôt restrictive. D'autre part, entre le milieu de 2001 et 2006, où c'est le contraire : la politique monétaire est donc devenue plutôt accommodante ; mais comme les taux directeurs augmentent encore par la suite, on peut dire qu'au cours de 2007 la politique monétaire européenne est relativement « neutre », en ce sens qu'elle n'est ni vraiment accommodante ni franchement restrictive. En ce qui concerne l'évolution de l'indice des conditions monétaires, elle fait apparaître que depuis 2000 jusqu'aux premiers mois 2007 la politique monétaire de la BCE est plutôt accommodante mais qu'avec l'élévation des taux en mars 2007 on a affaire à une politique monétaire neutre. Les conclusions apportées par ces deux indicateurs sont donc tout à fait convergentes et cela semble donner raison à ceux qui estiment que la BCE, et les autres grandes banques centrales, se comportent depuis le début des années 2000 en « pompiers pyromanes » et qu'elles sont en partie responsables de la crise financière du milieu 2007 : un ouvrage récent de Patrick Artus qui traite de cette crise et de la responsabilité qu'y ont les banques centrales a pour titre « les incendiaires ».

Notons que les normes comptables internationales, sous influence anglo-saxonne, ont également leur part de responsabilité dans les crises financières actuelles : celles-ci sont en effet accentuées par le fait que les valeurs des actifs sont systématiquement arrêtées par référence à leur prix de marché du moment (« mark to market »). C'est la comptabilité dite en « juste valeur ». À l'effet richesse à proprement parler s'ajoute par là un accélérateur financier : quand la valeur de marché des actifs détenus s'accroît, le montant des crédits dont on peut bénéficier augmente aussi, ce qui exerce certes un effet positif sur l'économie réelle mais pousse à nouveau les prix des actifs à la hausse. S'enclenche donc une spirale, qui joue dans le sens de la hausse, mais qui peut tout aussi bien jouer à la baisse : c'est comme l'effet de levier. De plus, ces normes comptables obligent à privilégier le court terme, y compris les investisseurs qui travaillent sur le long terme comme les fonds de pension et les assureurs-vie. On renvoie le lecteur à la partie 2 de notre document « Marchés et règles » pour une analyse plus complète des effets du « mark to market ».

Dès le début du phénomène, même si certains préfèrent parler de « correction brutale », le mot de crise financière n'est pas trop fort puisque l'on assiste à la fois à une crise du marché du crédit, à une crise bancaire, à une crise boursière, à une crise de change et même à une crise sur le marché du pétrole dont le prix plonge lui aussi : la stratégie des banques centrales a favorisé le gonflement des liquidités au niveau mondial et a maintenu longtemps des taux bas, ce qui a nourri la spéculation, spécialement dans l'immobilier, d'où la crise des crédits hypothécaires immobiliers à haut risque (« subprime mortgage ») en juillet-août 2007. Notons que les taux bas, s'ils favorisent incontestablement la croissance et donc l'emploi, encouragent à la fois l'endettement par le jeu de l'effet de levier financier, et la prise de risque, spécialement de la part des établissements de crédit qui accroissent les risques qu'ils prennent pour dégager les rendements les plus élevés possibles. Donnons sur la crise des subprimes quelques précisions (voir aussi notre document « Marchés et règles », 2^{ème} partie). Ces crédits sont risqués dans la mesure où ils sont octroyés à des ménages pour lesquels le ratio [dette/revenu] est supérieur à 55% et/ou le ratio [montant du prêt/valeur du bien] dépasse 85%. Ces crédits sont essentiellement à taux variables : comme les taux augmentent sous l'effet de la politique monétaire de la Fed alors que les revenus des ménages n'augmentent pas, beaucoup d'entre eux deviennent alors insolvables. Ces crédits représentaient en 2006 13% de l'encours des crédits hypothécaires. Les établissements ont largement cédé ces crédits (80%) sur les marchés par la voie de la titrisation à des opérateurs similaires à nos fonds communs de créances –FCC mais aussi à des hedge funds (qui sont des fonds spéculatifs, contrairement à ce que laissent penser leur nom) et à des « conduits d'investissement » qui sont des sociétés, souvent créées par les banques elles-mêmes, et qui se financent à coup de billets de trésorerie, c'est-à-dire des titres de court terme. Cette titrisation s'explique d'ailleurs paradoxalement par la réglementation prudentielle qui oblige les établissements de crédit à respecter un ratio de fonds propres en fonction des crédits inscrits à leur bilan : en effet, la titrisation permet aux banques de ne plus porter à leur bilan les crédits accordés. Et il faut bien reconnaître que cette titrisation permet aux banques d'accroître le volume des crédits qu'elles accordent aux agents économiques : elle est par là un facteur de croissance (Dans le mensuel « Enjeux-Les Échos » de mars 2008, Marc de Scitiaux regrette même que la titrisation ait été insuffisamment utilisée et cela « parce qu'il y

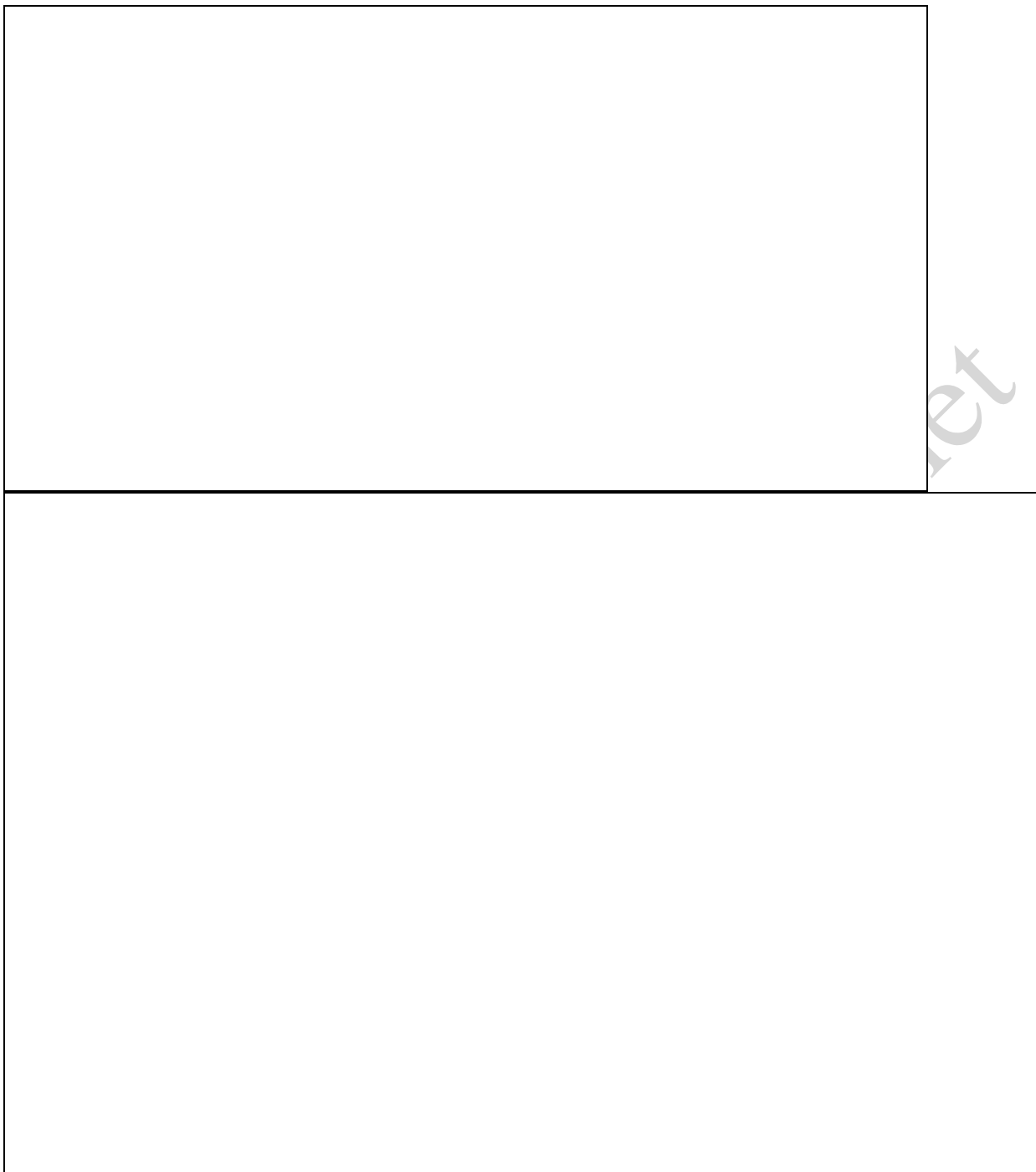
avait trop de régulation, et non pas assez ! »). La crise montre malgré tout que la titrisation est aussi un vecteur d'instabilité financière parce qu'elle entraîne la déresponsabilisation excessive de ces établissements, une trop grande dispersion du risque et une grande opacité de tout le système. La titrisation permet peut-être une meilleure dissémination du risque mais le découplage qu'elle provoque entre l'organisme qui est à l'origine du crédit (« l'originateur ») et l'organisme qui est le porteur final du risque réduit dangereusement l'incitation à l'évaluation et au suivi du risque. Notons que la titrisation concerne tous les types de crédits et que les titres créés constituent l'ensemble des ABS, Asset Backed Securities, expression que l'on peut traduire par « valeurs mobilières adossées à des actifs ». Les titres issus de la titrisation des crédits hypothécaires constituent le sous-ensemble des MBS, Mortgage Backed Securities.

Cette crise financière se déclenche au milieu de l'année 2007, ce qui accroît la crise que connaissent depuis 2006 le marché immobilier résidentiel américain en particulier et le secteur du bâtiment en général puisque depuis cette année le stock des maisons invendues explose et le flux des mises en chantier plonge. En réponse à cette crise financière, on assiste au milieu de l'année 2007 à un comportement triplement paradoxal des banques centrales. Primo, elles injectent de grandes masses de liquidités pour soulager les institutions bancaires. Parce que la crise rompt la confiance entre elles, elles ne veulent plus se prêter, elles thésaurisent ou achètent des bons du Trésor américain. Le TED – Spread, qui mesure la différence entre le taux d'intérêt des bons à 3 mois (T pour Treasury bill et ED pour eurodollars) et le LIBOR 3 mois auquel les banques se prêtent entre elles, et qui mesure donc la prime de risque bancaire, atteint des sommets. Autrement dit, le marché monétaire interbancaire dysfonctionne : l'apport de liquidités par les Banques centrales devient alors nécessaire et urgent ; cela permet d'éviter des faillites bancaires et également un « credit crunch ». Mais, ce faisant, les Banques centrales alimentent la spéculation qu'elles tentent de désarmer, d'où à la fois un cercle vicieux et un fort aléa moral. De fait, l'aléa moral est validé depuis que la Fed s'est comportée en PDR inconditionnel en faisant d'importants apports de liquidités en réaction aux crises de 1987, de 1998 et de 2001 ; et cet aléa moral se trouve de surcroît renforcé par le phénomène de titrisation des créances. Secundo, elles injectent des liquidités tellement importantes qu'elles valident et donc accroissent cumulativement l'inquiétude des différents opérateurs alors qu'elles ont à sauvegarder la stabilité financière en rassurant les opérateurs. Et tertio, augmenter considérablement les liquidités internationales est contradictoire avec la mission de lutte contre l'inflation. Les nombreuses injections de liquidités faites par la BCE fin juillet-début août 2007 sont décidées au moment même où son Président confirme le 2/8 son intention, affichée depuis plusieurs semaines, de poursuivre la hausse des taux directeurs en septembre... alors même que la croissance marque le pas : mi-août, la question se pose naturellement de savoir si cette hausse aura bien lieu. Surtout que le 17 août la Fed décide de baisser de 50 points de base son taux d'escompte, c'est-à-dire le taux auquel les banques commerciales américaines peuvent se procurer des liquidités supplémentaires. Le 18 septembre, elle baisse même son taux d'open market de 5,25 à 4,75% et le 31 octobre elle baisse à nouveau ce taux – à 4,50% – et également celui de l'escompte – de 5,25 à 5%. Ce comportement paradoxal des banques centrales s'explique par l'incompatibilité de leurs objectifs de court terme (contenir la crise financière du moment) et de moyen et long termes (empêcher le retour de l'inflation), mais il nuit beaucoup à leur crédibilité ; or, celle-ci est leur meilleure arme pour réussir leurs stratégies de régulation. Notons que le 27/8 J.-C. Trichet revoit sa position du début du mois puisqu'il reconnaît que la décision de politique monétaire qu'il doit prendre le 6/9 le sera en fonction de la situation à ce moment-là. Et en effet, en ce 6/9/2007, après avoir dès le début de la matinée injecté à nouveau dans le circuit monétaire de la zone euro une masse importante de liquidités, la BCE décide de ne pas élever son taux directeur. Comme l'écrit E. Le Boucher dans le quotidien « Le Monde » du 9/9/2007, « la BCE, qui voulait hausser ses taux par crainte d'inflation, y a renoncé pour porter secours à des institutions financières qu'elle sait coupables d'inimaginables légèretés. Bien à contrecœur, elle accorde l'impunité à des profiteurs, des voleurs, des spéculateurs et des imbéciles ». En octobre, la BCE décide de ne toujours pas bouger : son principal taux directeur reste à 4%. En décembre, la BCE, qui, comme en septembre, ne modifie pas ses taux tout en injectant massivement des liquidités, exprime à nouveau et encore plus nettement les

contradictions dans lesquelles se trouve la Banque centrale. D'une part, elle maintient inchangés ses taux directeurs parce que d'un côté l'inflation atteint en novembre et décembre le taux, en glissement annuel, de 3,1%, taux le plus élevé depuis mai 2001, ce qui devrait l'amener à les élever, et que de l'autre la crise des subprimes met à mal de nombreuses banques, ce qui devrait l'amener à les baisser. D'autre part, pour précisément contenir la crise et empêcher la stagflation qui menace, elle inonde le marché interbancaire de liquidités mais cela peut avoir deux effets pervers : alimenter les tensions inflationnistes et accentuer le risque d'aléa moral, qui est lié de manière générale au rôle de PDR que jouent les banques centrales et qui, ici, prend une dimension particulière dans la mesure où les banques commerciales sont encouragées à se refinancer en privilégiant les crédits risqués. La loi de Gresham risque de s'appliquer au crédit : le mauvais crédit chasse le bon. Indiquons qu'en janvier 2008 la BCE maintient le statu quo tout en renforçant, par son discours, la menace d'une hausse prochaine des taux dans la mesure où les tensions inflationnistes l'inquiètent de plus en plus. Comme l'écrit P.-A. Delhommais le 13/1/2008 (supplément du journal Le Monde), « combien de temps encore la crédibilité de la BCE pourra-t-elle ne pas souffrir de ce décalage croissant entre son action, accommodante et pragmatique, et son discours, menaçant et dogmatique ? »

Au mois de janvier 2008, l'inflation atteint en glissement annuel le taux de 3,2% (En France, le taux est de 2,8%, niveau jamais atteint depuis mai 1992). Lors de sa réunion du 7 février, la BCE maintient certes son principal taux directeur à 4% mais lors de sa conférence de presse J.-C. Trichet change malgré tout de discours en reconnaissant que « les incertitudes sont inhabituellement élevées » en ce qui concerne la croissance économique pour la zone euro. Cela annonce-t-il un tournant dans la politique monétaire européenne (notons qu'en ce même jour du 7 février la BoE baisse quant à elle son taux directeur d'un quart de point à 5,25%) ? La réponse intervient début mars. Sachant que l'inflation s'est maintenue en glissement annuel à 3,2% pour février et que des manifestations pour des hausses de salaires ont lieu non seulement en France –ce qui est assez courant– mais aussi en Allemagne –ce qui l'est beaucoup moins–, J.-C. Trichet réaffirme le 6 mars que pour la BCE la lutte contre l'inflation reste la priorité absolue. Par conséquent, après un certain assouplissement, le discours du Président de la BCE se durcit à nouveau (le fait que l'inflation en glissement annuel monte à 3,3% pour février n'est pas de nature à l'apaiser). Seulement, tout va très vite et en ce mois de mars, la crise des subprimes s'élargit et s'approfondit. Le prix du baril, celui de l'once d'or et le taux de change de l'euro crèvent les plafonds. De plus, l'inflation dans la zone euro atteint au mois de mars le record de 3,6% l'an (et en France il atteint, également en glissement annuel 3,2%, record depuis novembre 1991, avec un taux pour le mois de mars de 0,8%, record depuis janvier 1987 ; notre taux d'inflation atteindra 3,3% en mai, niveau qui avait été atteint en juillet 1991). Les mois suivants connaissent une poursuite inexorable de la hausse des prix : au mois de juin, le taux d'inflation de la zone euro atteint en glissement annuel le record de 4%, autrement dit le double de la norme maximale. Il n'est donc pas étonnant que la BCE relève ses taux dès le début du mois de juillet. L'inquiétude monte donc de part et d'autre de l'Atlantique. Les principales banques centrales unissent leurs efforts pour tenter de rétablir la confiance à coups d'injections massives de liquidités.

Le graphique suivant montre qu'au cours des premières années d'existence de la monnaie unique le taux d'inflation s'est situé autour de la norme que s'est fixée la BCE pour le moyen terme.



Source : BCE

Remarque sur le taux d'inflation en France :

L'évolution du taux d'inflation connaît plusieurs phases. Alors que la crise des années 1930 se traduit par un taux d'inflation négatif, l'inflation connaît ensuite une période de forte hausse jusqu'à la fin de la seconde guerre mondiale : le taux d'inflation dépasse même 50%. Puis, le taux d'inflation connaît une baisse forte et rapide : le taux d'inflation devient nul en 1954, date à partir de laquelle il se met à s'élever mais en restant autour d'un trend de 4-5% jusqu'au premier choc pétrolier. Lors de la période 1973-1980, le taux passe au-dessus de 10%. C'est en 1980 que le taux d'inflation baisse, et cela en deux temps. La décrue est forte entre 1980 et 1986-1987 : le taux atteint alors 2,7%. Puis elle se poursuit mais forcément à un rythme moins prononcé : le taux avoisine 0% en 1997-1998, c'est-à-dire à la veille de la mise en place de l'euro. Ensuite, le taux d'inflation remonte légèrement et s'établit à 2,6% en 2007.

Remarques sur la comparaison États-Unis / zone euro :

- Concernant la politique monétaire américaine, on constate une évolution similaire : après une phase (1982-1986) de lutte farouche contre l'inflation après le second choc pétrolier, la politique monétaire est relativement neutre entre 1987 et 1993, puis plutôt restrictive entre 1994 et 2000 et plutôt accommodante entre 2001 et 2006, pour devenir neutre en 2007. Notons que la crise des « subprimes » de l'été 2007 amène la Fed à baisser significativement ses taux directeurs en septembre : son principal taux directeur passe de 5,25% à 4,75%. Cette baisse est la première depuis juin 2003 et clôt une phase de 17 hausses successives. La Fed baisse d'ailleurs à nouveau son taux directeur à 4,50% le 31 octobre. Ces décisions de la FED entraînent aussitôt une flambée à la fois de l'euro et du prix du baril de pétrole : l'un et l'autre battent les mois suivants à plusieurs reprises leurs records respectifs (l'euro se rapproche dès novembre des 1,50\$ et le baril de pétrole des 100\$). Comme la BCE maintient ses taux directeurs pendant toute cette période, certains experts estiment que la Fed démontre une réactivité et un pragmatisme plus grands que la BCE. Effectivement, le graphique, qui présente dans notre première partie (lors de l'étude de la politique de refinancement), l'évolution comparée des taux de la BCE, de la Fed et de la BoE, révèle deux différences importantes entre l'évolution du taux de la BCE et celle du taux de la FED : d'abord, l'amplitude des fluctuations des taux est plus grande dans le cas de la Fed que dans celui de la BCE, et ensuite l'évolution du taux de la BCE enregistre toujours un décalage par rapport à celle de la Fed. Cette différence entre leurs stratégies traduit des préoccupations prioritaires différentes. Le hasard veut que les présidents de la Fed et de la BCE ont eu l'occasion de s'exprimer le même jour (le 8/11/07).

J.-C. Trichet met l'accent sur l'évolution, selon lui, particulièrement inquiétante de l'inflation avec le risque des effets de « second tour ». Ces effets de second tour correspondent à l'accélération de l'inflation que peuvent avoir les revendications salariales suscitées par la hausse des prix, quand les salaires augmentent plus vite que la productivité ; et leur probabilité est d'autant plus forte que les taux d'utilisation des capacités de production sont élevés et que le taux de chômage est relativement faible. Même si l'évolution cyclique des augmentations des salaires (qui suivent la croissance économique avec un retard d'environ 18 mois) peut expliquer l'évolution croissante des salaires, le souci de rattraper les modérations salariales passées et celui de défendre le pouvoir d'achat entamé par les hausses des prix des produits énergétiques et des biens alimentaires peuvent légitimement faire craindre des tensions fortes sur les salaires. D'où l'enclenchement possible de la spirale prix-salaires. Dans un article paru dans Le Monde du 3 janvier 2009, Daniel Cohen fait une analyse générale de la crise des subprimes où il donne à l'évolution des salaires un rôle important : « La croissance, lorsqu'elle s'emballe au-dessus de son potentiel, tend à provoquer une inflation salariale. Ce phénomène est associé à ce que les économistes appellent "la courbe de Phillips". Lorsque le chômage tend à baisser, les revendications salariales augmentent, déclenchant une spirale prix-salaire. Pour casser celle-ci, les autorités doivent mener une politique restrictive, qui brise la croissance. La majeure partie des récessions d'après-guerre tient à ce processus. Or, nous vivons depuis le début des années 1990 dans un monde différent, caractérisé par ce qu'on appelle "la grande modération" salariale. Laminés par la désindustrialisation, l'érosion du pouvoir syndical, la mondialisation, les ouvriers ont perdu leur pouvoir de négociation. Cette rupture change les règles de fonctionnement de l'économie. L'argent facile n'allume plus l'inflation salariale comme par le passé. Elle déclenche la spéculation, l'inflation du prix des actifs financiers... »

Quant à B. Bernanke, il reconnaît la montée des tensions inflationnistes mais craint surtout une croissance lente de l'économie américaine, au moins jusqu'à mi-2008. On peut à la limite dire que la politique monétaire de la zone euro est plutôt anti-inflationniste alors que celle des États-Unis est plutôt anti-déflationniste. Avec le ralentissement que cause la crise des subprimes et la relance de l'inflation avec la flambée des prix du pétrole et des produits alimentaires, le débat devient encore plus vif sur la question de savoir si la BCE ne se trompe pas de combat (voir l'opposition de points de vue que relate le journal Le Monde du 14 mai 2008). Et si non seulement la politique monétaire européenne ne soutient pas la croissance mais si également elle ne parvient pas à contrer efficacement les forces inflationnistes, il y aurait alors un réel risque stagflationniste. Selon des

commentateurs, ce pourrait être le cas au vu des statistiques du dernier trimestre de l'année 2007, suite au déclenchement de la crise des subprimes au milieu de l'été (notons ici que la notion de récession peut être définie de manière plus ou moins précise : théoriquement, il y a récession quand on a affaire à un déclin de l'activité économique ; de manière plus pratique, il y a récession quand il y a diminution du PIB au cours de deux trimestres consécutifs au moins).

Cette crise a un tel impact tout au long du second semestre 2007, sur les économies en général et sur les systèmes bancaires en particulier, qu'est déclenchée le 12 décembre une vaste opération sur les marchés du crédit. Cette opération est menée de manière concertée par la Fed, la BCE, la BoE, la Banque nationale suisse (BNS) et la Banque du Canada (BoC). Ces Banques centrales annoncent toute une série de mesures techniques destinées à offrir des liquidités au monde bancaire. La Fed joue dans cette action un rôle de chef de file, d'autant plus qu'elle complète sa panoplie d'instruments d'intervention en instaurant un nouveau système d'allocation de liquidités, des « facilités temporaires », qui devrait lui permettre d'agir plus efficacement qu'avec la seule « discount window » et la seule baisse des taux. Ce nouveau système permet en effet des adjudications avec des conditions plus souples, spécialement en termes de garanties exigées. Mais les réactions au lendemain de cette décision commune des grandes banques centrales laissent penser que la défiance n'est pas un climat facile à changer. Surtout que l'électrochoc ainsi créé, dont le but essentiel est de prévenir tout « credit crunch », accroît paradoxalement l'inquiétude générale.

Il convient de noter qu'à partir de l'été 2008, alors que la crise des subprimes s'approfondit et contamine l'économie réelle, Fed et BCE commencent à pondérer différemment les objectifs de leur politique monétaire et que, par conséquent, elles pourraient imprimer des mouvements opposés à leurs taux d'intérêt directeurs, ce qui les ferait en définitive converger progressivement. En effet, la Fed pourrait élever ses taux pour tenir davantage compte de l'inflation : lors de sa réunion du 5/8/08, le comité de politique monétaire de la Fed estime que « même si les risques d'affaiblissement de la croissance demeurent, les risques d'une hausse de l'inflation constituent aussi une inquiétude significative ». Et la BCE pourrait baisser les siens pour tenir davantage compte du ralentissement économique : suite à la réunion du Conseil des gouverneurs du 7/8/08, J.-C. Trichet déclare qu'il y a persistance de tensions inflationnistes inquiétantes et surtout que les risques pour la croissance se matérialisent.

- Alors que depuis le lancement de la monnaie unique européenne la politique monétaire a été contra-cyclique à la fois dans la zone euro et aux États-Unis, la politique budgétaire a été pro-cyclique en Europe mais contra-cyclique aux États-Unis. Cette asymétrie dans le fonctionnement des politiques conjoncturelles de part et d'autre de l'Atlantique est un facteur explicatif important de l'efficacité différente des policy mix mis en œuvre ici et là-bas.

Note à propos de l'inversion des courbes de taux. Il y a inversion des courbes de taux lorsque les taux courts deviennent plus élevés que les taux longs, ce qui est en effet a priori anormal puisqu'il est logique que la rémunération d'un titre soit d'autant plus élevée que son échéance est lointaine. Cela peut être provoqué lorsqu'une monnaie fait l'objet d'attaques spéculatives et cela peut annoncer une période de récession. Mais, lorsqu'il n'y a pas de crise, cela pose surtout la question de la transmission des impulsions de la politique des taux directeurs aux autres taux. En ce milieu des années 2000, il y a inversion de la courbe des taux non seulement parce que les banques centrales augmentent régulièrement leurs taux courts mais aussi parce que les taux obligataires sont particulièrement bas. Le phénomène d'inversion de taux conduit par conséquent à se poser la question de savoir pourquoi les taux longs sont si bas. Alan Greenspan, qui lors d'un discours prononcé en février 2005 a listé les différentes explications possibles, a conclu qu'en définitive il s'agit d'une véritable « énigme ». Il est vrai que les perspectives de ralentissement de l'activité économique et les anticipations d'inflation (sous-jacente) bien maîtrisée qui peuvent laisser prévoir un arrêt de la montée des taux directeurs sont des explications non seulement insuffisantes mais aussi peu en phase avec la réalité américaine (voir l'étude de conjoncture de l'INSEE de mars 2006). Une explication tient d'ailleurs non seulement en la bonne situation économique relative des États-Unis mais aussi en une faible volatilité macroéconomique, ce qui justifie d'un point de

vue général une faiblesse des primes de terme et de manière plus particulière une baisse de la prime de risque sur les obligations et spécialement sur les titres publics. Cette baisse de la prime de risque se trouve renforcée par « l'excès d'épargne mondiale » pour reprendre l'expression de Ben Bernanke (les consommateurs américains s'endettent pour consommer et les pays émergents recyclent leurs excédents en achetant des dollars, d'où une accumulation de liquidités aux deux bouts de la chaîne), ainsi que par une meilleure intégration des marchés financiers et par un enrichissement du menu de produits financiers, ce qui permet aux investisseurs de diversifier plus efficacement leurs risques. De surcroît, ces investisseurs se font concurrence dans une sorte de course au rendement financier, ce qui pousse les prix des actifs financiers à la hausse et donc les rendements de ceux-ci au contraire à la baisse ; cette course au rendement financier rétroagit négativement sur l'investissement productif, ce qui accentue l'excès d'épargne. Par ailleurs, la baisse des taux obligataires est encouragée par le comportement des banques centrales des pays émergents qui accumulent des titres américains : fin 2005, la dette américaine est à plus de 45% en titres – les T-Notes et les T-Bonds- dont l'échéance est supérieure à 1 an, et, parmi ces titres, 60% sont entre les mains d'opérateurs étrangers, dont 33% pour le seul secteur officiel, contre 28% pour les titres courts – les T-Bills-, dont 22% pour le secteur officiel. C'est d'ailleurs l'abandon de ce comportement des banques centrales (et des opérateurs privés) en faveur des titres du Trésor américain qui serait le facteur principal d'un risque d'effondrement du marché obligataire et par conséquent d'une remontée plus ou moins brutale des taux, et donc au final d'une forte récession. Sans qu'il y ait pour autant inversion des courbes de taux, les autorités monétaires sont parfois confrontées à de véritables énigmes : l'évolution des taux longs peut être inverse à celle que les banques centrales impriment à leurs taux directeurs. Ainsi, quand, à l'ère Greenspan, la Fed a augmenté pendant toute une année ses taux de 1 à 2,5%, les taux longs avaient diminué, et quand récemment la même Fed a baissé ses taux, les taux longs ont eu plutôt tendance à monter.

• **8** Se pose enfin la question de savoir comment se positionne aujourd'hui la politique monétaire dans le cadre de la mondialisation des échanges et de la globalisation de la finance.

On peut dire que la mondialisation-globalisation (M-G) simplifie et complique tout à la fois la politique monétaire.

Elle la simplifie si la résultante entre l'impact qu'elle a sur les prix dans le sens de leur baisse et l'effet haussier du prix des matières premières est globalement désinflationniste.

Mais elle la complique aussi de plusieurs façons :

1. La M-G rend moins lisibles et moins fiables les indicateurs dont se servent les banques centrales pour préparer leurs décisions. La réactivité de la Banque centrale et l'efficacité de sa politique monétaire dépendent beaucoup de la qualité des informations sur l'économie dont elle dispose. L'incertitude sur l'état de l'économie, qui croît avec l'hétérogénéité de celle-ci, peut expliquer une prudence excessive de la Banque centrale, voire son conservatisme (voir la contribution de W.C. Brainard au congrès de l'Association économique américaine de 1967). De plus, il peut arriver que les autorités monétaires continuent d'utiliser certains modèles alors que l'économie connaît des transformations structurelles qui rendent ces modèles inadaptés : ainsi, P. Artus estime que la M-G réduit considérablement l'importance de l'objectif de lutte contre l'inflation et que par conséquent les modèles sur lesquels les banques centrales fondent actuellement leurs décisions ne sont plus pertinents.
2. La M-G fait que les facteurs conjoncturels de l'inflation deviennent de plus en plus internationaux, ce qui rend les leviers de la politique monétaire purement nationaux de moins en moins appropriés. Des études montrent en particulier que l'output gap qui a l'impact le plus important sur l'inflation ne se situe plus au niveau national mais bien au niveau global (voir le rapport 2006 de la BRI).
3. La M-G entraîne une production internationalisée de liquidités. En effet, si on prend l'exemple d'une entreprise étrangère qui vend à un client américain, on peut supposer qu'elle va déposer les dollars qu'elle reçoit en paiement à sa banque, laquelle les cède à son

tour à la banque centrale nationale. D'où l'augmentation non seulement de la masse monétaire du pays exportateur mais aussi celle des placements en obligations publiques américaines dans la mesure où la banque centrale en question utilisera les dollars qu'elle vient de recevoir pour effectuer des placements aux États-Unis. Cela équivaut en définitive à la situation où la Fed aurait créé elle-même des dollars supplémentaires et aurait acquis avec eux des obligations publiques. Mais la grande différence est que la Fed est maîtresse de la production de liquidités dans la seconde situation alors qu'elle ne l'est pas dans la première.

Ces trois raisons font que la M-G réduit considérablement l'efficacité des politiques monétaires nationales et rend donc de plus en plus nécessaire une large coopération internationale des banques centrales.

-3- La politique budgétaire prend avec la monnaie unique un autre sens.

Non seulement pour les raisons qui viennent d'être envisagées dans l'alinéa précédent mais aussi pour celles données par Kenen et que nous avons résumées dans la section IV. Rappelons qu'il y a selon Kenen la nécessité d'une correspondance entre zone monétaire et compétence territoriale de la politique budgétaire. Or, il y a contradiction entre d'une part la nécessité de coordonner fortement les politiques budgétaires nationales et a fortiori la mise en œuvre d'un budget communautaire digne de ce nom, et d'autre part le fait que la politique budgétaire soit le dernier bastion de la souveraineté nationale et peut-être le seul levier de résorption des chocs asymétriques qui restent aux États qui souhaitent éviter l'ajustement par le chômage. Il y a d'ailleurs contradiction aussi entre la contrainte qu'imposent à la politique budgétaire les critères maastrichtiens du déficit et de la dette publics et ce rôle que doit jouer la politique budgétaire comme instrument de politique compensatrice. Cependant, on peut estimer aussi que grâce à ces critères les États dégageront les degrés de liberté qui leur permettront de redonner à leur politique budgétaire son rôle contracyclique.

De toute façon, l'euro pose très fortement la question de la coordination des politiques budgétaires. En l'absence d'une telle coordination, on peut légitimement craindre que les actions budgétaires non coopératives aient d'importants effets pervers de débordement (raisonnement du passager clandestin), qu'elles ne soient utilisées en quelque sorte comme un instrument de dumping économique et ne déstabilisent la zone monétaire tout entière ; alors qu'avec des politiques budgétaires coopératives il est possible d'envisager un retour en grâce des politiques keynésiennes de lutte contre le chômage avec une politique de relance concertée au niveau européen. L'effet multiplicateur serait plus fort au niveau de la zone euro qu'au niveau de chaque pays puisque la zone euro est en définitive peu ouverte sur l'extérieur : son coefficient d'ouverture est de 12-13 %, donc proche de celui des États-Unis. Cette logique keynésienne en faveur d'une coordination budgétaire se justifie également par le biais récessif que peut avoir pour toute la zone le comportement non coopératif amenant chaque pays à attendre que ce soit un autre État membre qui accroisse ses dépenses publiques pour bénéficier de l'effet de relance sans avoir à en supporter directement le coût, spécialement en termes d'endettement (raisonnement du dilemme du prisonnier).

Remarque sur l'asymétrie entre petits et grands pays. Une politique budgétaire expansive est défavorable pour les petits pays pour lesquels elle favorise au moins autant la demande de ses voisins que la sienne propre et aboutit à accroître ses importations. Mais elle peut relancer efficacement les économies des plus grands pays. Cela explique d'une part que les petits pays adoptent le comportement du passager clandestin pour profiter de la relance suscitée par les plus grands pays sans avoir à en supporter le coût budgétaire et d'autre part que ce sont les petits pays qui épousent le plus facilement la vertu budgétaire que requiert le pacte de stabilité et de croissance. Par contre, c'est le résultat inverse pour toutes les mesures qui ont pour but de renforcer la compétitivité : la concurrence fiscale et la réduction des coûts sont des politiques beaucoup plus tentantes pour les petits pays que pour les grands. Par ailleurs, il y a une asymétrie entre grands et petits pays pour le gain qu'ils peuvent tirer de la coordination des politiques

budgétaires. Le gain de coordination est inversement proportionnel à la taille. Les grands pays ne sont pas très incités à une telle coordination puisqu'ils représentent par définition une part importante de l'espace communautaire. A contrario, les petits pays profitent de la coordination, en même temps d'ailleurs que leurs propres décisions n'affectent pas ou peu les valeurs moyennes de l'ensemble, ce qui revient à reconnaître la probabilité forte d'un comportement de passager clandestin de leur part.

Mais non seulement il semble très peu probable que l'on aille vers une unification budgétaire mais il y a également peu de chances que les pays consentent à une coordination volontaire de leurs politiques budgétaires. Il y a en effet plusieurs obstacles à la coordination : l'hétérogénéité des préférences nationales, la crainte du non-respect des accords de coordination, les désaccords entre les décideurs publics des différents pays, leurs contraintes politiques et électorales, et tous les coûts de la coordination : les coûts de négociation, les coûts de perte d'autonomie et les coûts liés aux effets pervers possibles de la coordination. De surcroît, et contrairement au contre-argument libéral ci-dessus avancé, le marché ne peut en fait imposer de discipline budgétaire puisque le passage à l'euro supprime la possibilité d'une prime de risque grevant les taux d'intérêt réels en fonction de l'endettement public. Alors, c'est sans doute en définitive la B.C.E. qui, par la discipline monétaire qu'elle imposera, réalisera une coordination de fait des politiques budgétaires. Mais vraisemblablement pas pour adopter spontanément une stratégie de type keynésien, ni même pour tenir compte des conclusions des nouvelles théories de la croissance endogène faisant des États les gérants et garants des externalités.

-4- L'argument consistant à soutenir qu'une politique monétaire crédible induit automatiquement une réponse budgétaire optimale souligne un aspect important de l'U.E.M., l'interdépendance des politiques monétaire et budgétaire, en postulant la primauté de la première sur la seconde.

On doit donc évoquer ici la question de **la coordination des politiques monétaire et budgétaire**. Si les politiques monétaire et budgétaire ont chacune leur terrain d'action privilégié dans une analyse de long terme (la politique monétaire pour la sphère monétaire, c'est-à-dire la stabilité des prix, et la politique budgétaire pour la sphère réelle), elles interagissent lorsqu'on se place l'analyse à moyen et court termes ; ce qui explique alors que l'on pose la question de leur coordination. En effet, à court terme, la Banque centrale peut certes maîtriser les taux courts mais la politique budgétaire influence les taux longs et le taux de change qui sont par ailleurs des maillons importants dans les canaux de transmission de la politique monétaire. Et à moyen terme, la croissance dans la stabilité passe précisément par la définition d'un policy mix adapté. Si la coordination apparaît ainsi nécessaire, elle n'est pourtant pas aisée à réaliser. D'abord parce que les deux politiques macroéconomiques présentent des caractéristiques techniques bien différentes sur trois plans au moins. Primo, la politique monétaire est beaucoup plus réactive que la politique budgétaire (la Banque centrale peut réagir pratiquement "en temps réel" alors que les procédures gouvernementales de mise en place de mesures budgétaires prennent du temps : le délai de réaction est plus long). Secundo, la politique monétaire exige, pour être opérationnelle, des délais plus importants que la politique budgétaire. Tertio, la politique monétaire a des effets plus sûrs et mieux estimés que la politique budgétaire. Ensuite, la coordination est rendue difficile par le fait que les effets de la politique budgétaire sur les canaux de transmission de la politique monétaire dont on a parlé plus haut restent encore très mal connus. Enfin, la difficulté de la coordination n'a pas des raisons purement techniques ; elle a aussi des raisons de nature institutionnelle et des raisons de nature politique, comme on va le voir dans le paragraphe qui suit. Les raisons institutionnelles concernent les modalités concrètes de la coordination. Dès 1989 le Comité Delors a insisté sur la nécessité de prévoir une telle coordination mais le traité de Maastricht (1992) reste en retrait par rapport aux propositions de ce Comité et prévoit un processus de coordination des politiques macroéconomiques pour élaborer ce que l'on appelle les GOPE, les grandes orientations de politique économique, avec un processus de surveillance multilatérale qui peut aboutir à des

recommandation, voire des remontrances, mais sans contrainte. On sait aussi qu'en 1997 le Conseil d'Amsterdam lance le PSC, qui constitue également un processus de coordination mais avec cette fois non seulement un volet préventif mais avec également un volet contraignant.

Remarques :

- La monnaie unique et donc la politique monétaire unique n'imposent pas l'adoption dans les différents pays d'un volume de dépenses publiques équivalent ou d'une même politique industrielle ou encore d'un modèle social similaire. Par contre, elles exigent que chaque pays membre assure la cohérence de ses caractéristiques nationales avec elles. Or, beaucoup de pays, une fois satisfaits les critères de convergence pour réussir leur examen d'entrée dans la zone euro, ne se préoccupent pas suffisamment par la suite de cette cohérence.

- Les GOPE et le PSC concernent la coordination des politiques conjoncturelles. Que dire de la coordination des politiques structurelles ? D'abord la question se pose de savoir si cette coordination est souhaitable, a fortiori nécessaire. En effet, répond-elle positivement aux mêmes arguments que la coordination des politiques conjoncturelles, notamment en termes d'externalités ? Il apparaît que certaines politiques d'offre, par exemple en matière d'enseignement supérieur, sont en effet génératrices d'effets externes positifs significatifs et que, ces politiques ayant des effets essentiellement à long terme, il est souhaitable que l'Union européenne prenne l'initiative d'inciter fortement les États à les entreprendre, peu empressés qu'ils sont individuellement pour des raisons électoralistes. Ensuite, se pose la question du comment. Les trois premiers exemples importants de dispositifs de coordination sont la stratégie européenne pour l'emploi (SEE) prévue dans le Traité d'Amsterdam de 1997 et lancée lors du Conseil de Luxembourg de la même année, le processus dit de Cardiff mis en place en 1998 pour achever le marché unique en en faisant une zone économique compétitive et en en libérant complètement les marchés des biens et services et des capitaux, et le processus dit de Cologne du nom du lieu où s'est réuni en 1999 le Conseil qui lance le Plan européen pour l'emploi (PEE) en instituant le dialogue macroéconomique avec les partenaires sociaux. C'est en 2000 que le Conseil européen de Lisbonne définit la stratégie dite pour cela « stratégie de Lisbonne » et propose pour la mettre en œuvre une méthode alternative de coordination des politiques structurelles : la méthode ouverte de coordination, la « MOC ». Le qualificatif d'ouvert s'explique de deux façons : d'abord la méthode concerne un grand nombre d'acteurs et ensuite elle prévoit que les lignes directrices décidées au niveau européen puissent être adaptées à chaque pays. Cette méthode semble plus performante que les précédentes parce qu'elle ferait davantage jouer le principe de subsidiarité, tiendrait mieux compte des spécificités nationales et serait plus adaptable et donnerait plus de souplesse au processus décisionnel grâce à une démarche à la fois itérative et interactive. La MOC s'écarte d'autant plus des méthodes précédentes, que l'on pourrait qualifier de « communautaires », que les États membres y occupent une place à ce point importante que c'est le Conseil qui y joue le rôle central au détriment de la Commission : la MOC peut donc être de ce point de vue qualifiée de méthode intergouvernementale. La norme et la sanction juridiques se trouvent ainsi supplantées par la régulation et la concertation politiques ; mais il est à noter que le caractère pluriannuel de la MOC permet en principe d'éviter que la régulation politique se transforme en une régulation politicienne qui serait captée par le rythme des cycles électoraux.

- N. Thygesen distingue deux sortes de coordination des politiques économiques : la « coordination-bien public » qui produit et qui préserve des biens publics internationaux (les biens publics internationaux sont des biens ou des services indispensables au bien-être des individus comme à l'équilibre des différentes économies nationales, et que le marché seul ne peut fournir), et la « coordination stratégique » qui veut être une réponse aux interdépendances économiques entre pays.

La coordination mise en place dans la zone euro est plutôt du premier type alors que le second répondrait davantage aux problèmes que pose l'hétérogénéité des situations nationales.

-5- La conséquence du point précédent est que l'U.E.M. va se caractériser par la coexistence d'un pouvoir monétaire unique et indépendant du pouvoir politique et d'une pluralité de

pouvoirs budgétaires distincts et dépendant directement des gouvernements, le tout sous le regard vigilant des marchés, c'est-à-dire des créanciers, investisseurs et épargnants.

Le pouvoir de la BCE est d'autant plus fort qu'il n'y a ni d'autorité politique véritable - le conseil européen est davantage un lieu de compromis qu'un organe de décision - ni de "gouvernement économique" européen que préfigurent difficilement les conseils financiers Écofin et Eurogroupe. N. Sarkozy, alors Président en exercice de l'UE, déclare en octobre 2008 devant le Parlement européen qu'il faut constituer « un gouvernement économique clairement identifié de la zone euro » sous la forme d'un Eurogroupe au niveau des chefs d'Etat et de gouvernement. Une telle proposition consistant à renforcer le rôle de l'Europe au travers de la zone euro s'explique non seulement par la situation économique que crée la crise des subprimes mais également par plusieurs autres facteurs : le contexte géopolitique avec la stratégie russe, et les incertitudes politiques que soulèvent à la fois les présidences de l'UE à venir (celle des Tchèques eurosceptiques et celle des Suédois, qui ne sont pas dans la zone euro), les élections européennes du 7 juin 2009 et la fin du mandat de la Commission qui interviendra le 31 octobre 2009... Pour finir sur ce point, indiquons que les Conseils Ecofin et Eurogroupe n'ont jamais pu jouer l'un comme l'autre le rôle de gouvernement économique européen, pour des raisons essentiellement politiques : Ecofin parce que les Allemands craignent qu'il surplombe la BCE et Eurogroupe parce que les Allemands craignent que cela nuise à l'indépendance de la BCE et en plus parce que les Anglais s'y opposent, n'étant pas dans la zone euro. Les Français sont quant à eux favorables à un rôle important que pourrait jouer le Conseil Ecofin en matière de gouvernance économique européenne parce qu'ils considèrent que la zone euro joue un rôle central et moteur dans la dynamique européenne.

Cette configuration asymétrique pose inévitablement deux questions : la **question de la démocratie économique** et de la démocratie tout court dans l'U.E.M. (sur ce thème, lire l'ouvrage de J.-P. Fitoussi : La règle et le choix -Seuil), et la **question d'un gouvernement pour l'Europe**. La question du gouvernement est celle de savoir s'il est souhaitable de laisser se prolonger la tendance actuelle que révèle la division fonctionnelle du Conseil des Ministres avec la constitution progressive de gouvernements sectoriels, spécifiques selon les domaines considérés, en espérant que cela convergera un jour vers ce qui pourrait être le gouvernement de l'U.E., ou alors de franchir le pas et de créer le dispositif institutionnel nécessaire pour doter l'Europe d'un gouvernement fédéral. La question n'est toujours pas tranchée.

Pour en revenir à la BCE, il semble indispensable de trouver pour elle la forme d'indépendance qui puisse le mieux fonder sa légitimité. Les expériences étrangères laissent hésiter entre trois formes d'indépendance de la banque centrale : la "normative" à l'allemande, l'"instrumentale" à l'anglaise et la "procédurale" à l'américaine.

Si les statuts de la BCE sont proches de ceux de la Bundesbank, il n'est pourtant guère concevable que l'indépendance de la BCE soit calquée sur l'indépendance *normative* de la Buba. L'histoire économique des pays de la zone euro ne se confond pas avec celle de la seule Allemagne et il n'y a pas encore de constitution européenne : contrairement à ce qui se passe en Allemagne avec la Bundesbank, la BCE ne peut pas faire organiquement partie de l'ordre constitutionnel qui lui imposerait ainsi une magistrature morale, avec la défense de la monnaie comme principe fondamental de la paix civile et de la cohésion sociale.

L'indépendance de la BCE ne peut pas être non plus purement *instrumentale* comme au Royaume-Uni ou en Suède où banque centrale et gouvernement sont en "relation d'agence", la Banque étant l'agent soumis dans l'ordre des moyens au gouvernement - le principal - qui définit l'ordre des fins (la Banque d'Angleterre a l'indépendance des instruments mais pas celle des objectifs puisque c'est le gouvernement qui fixe la cible d'inflation). D'abord parce que cette conception, totalement opposée à la précédente, se heurte naturellement à l'hostilité de l'Allemagne. Ensuite, parce que l'adoption de cette forme d'indépendance supposerait que la zone euro dispose d'un exécutif en mesure de fixer un objectif d'inflation. On pourrait penser qu'un gouvernement économique de la zone euro émerge vraiment en septembre 2004 puisque l'Eurogroupe est mieux reconnu (voir ci-dessous) et qu'un « Monsieur Euro » est désigné. Mais le Président de la BCE estime que c'est exclusivement à la BCE que revient ce rôle de pilotage. Le

président de l'Eurogroupe et le président de la BCE expriment souvent des avis bien différents sur la situation monétaire et sur la politique à mener, comme fin avril 2006 à propos de l'importance des risques inflationnistes et de l'intérêt qu'il y a à élever encore les taux directeurs. Pour mettre en œuvre une indépendance seulement instrumentale de la BCE et pour mettre davantage de démocratie dans les procédures décisionnelles de la zone euro, certains experts proposent que la définition de la cible d'inflation soit faite par le Parlement européen.

L'élection de Nicolas Sarkozy à la Présidence de la République française ravive le débat sur l'indépendance de la BCE. D'ailleurs, dès le 11 juillet 2007, le nouveau Président de la République donne mission à Christine Lagarde, la Ministre de l'économie, des finances et de l'emploi, de « travailler à l'élaboration d'un "gouvernement économique de l'Europe". (...) Les pays membres de la zone euro doivent d'abord rechercher une plus grande convergence de leurs politiques économiques. Ils doivent ensuite pouvoir dialoguer réellement avec la Banque centrale européenne afin de doter la zone euro d'une stratégie monétaire ». La Ministre devra donc étudier « dans quelle mesure pourrait être élaboré un accord entre l'Eurogroupe et la Banque centrale européenne permettant de préciser les conditions de ce dialogue et les modalités de mise en œuvre d'une politique de change ». Il est à remarquer que le traité de Lisbonne, signé le 13 décembre 2007, est de ce point de vue un résultat important puisque dans l'un de ses protocoles qui doit être annexé au traité sur l'UE, l'Eurogroupe est reconnu officiellement.

En voici le contenu intégral :

« LES HAUTES PARTIES CONTRACTANTES,

DÉSIREUSES de favoriser les conditions d'une croissance économique plus forte dans l'Union européenne et, à cette fin, de développer une coordination sans cesse plus étroite des politiques économiques dans la zone euro;

CONSCIENTES de la nécessité de prévoir des dispositions particulières pour un dialogue renforcé entre les États membres dont la monnaie est l'euro, en attendant que l'euro devienne la monnaie de tous les États membres de l'Union,

SONT CONVENUES des dispositions ci-après, qui sont annexées au traité sur l'Union européenne et au traité sur le fonctionnement de l'Union européenne:

Article premier

Les ministres des États membres dont la monnaie est l'euro se réunissent entre eux de façon informelle. Ces réunions ont lieu, en tant que de besoin, pour discuter de questions liées aux responsabilités spécifiques qu'ils partagent en matière de monnaie unique. La Commission participe aux réunions. La Banque centrale européenne est invitée à prendre part à ces réunions, qui sont préparées par les représentants des ministres chargés des finances des États membres dont la monnaie est l'euro et de la Commission.

Article 2 Les ministres des États membres dont la monnaie est l'euro élisent un président pour deux ans et demi, à la majorité de ces États membres ».

Comme le suggèrent Michel Aglietta et Christian de Boissieu dans leur rapport pour le Conseil d'analyse économique (1998), le type d'indépendance à promouvoir pour la BCE doit se rapprocher de celui de la FED aux États-Unis qui est "procédural" : la FED, qui est indépendante depuis 1913, puise la force de sa responsabilité monétaire dans une procédure interactive entre elle et les différents éléments de son environnement, au travers de la confirmation des membres du Board of Governors par le Sénat, des relations Gouverneur-Président et FED-Congrès, d'une certaine liberté d'expression des membres du Board of Governors et des FED régionales et surtout de la publication périodique des comptes rendus des réunions du "Federal Open Market Committee", ce qui accroît aux yeux de toute l'opinion publique le caractère transparent des décisions monétaires. La crise des subprimes aura montré que, malgré tout, la Fed ne jouit que d'une semi-indépendance », qui s'explique d'ailleurs très bien par l'influence non négligeable que peuvent exercer les différents acteurs du pouvoir exécutif. D'ailleurs, conscients de cela, 175 économistes américains ont signé en juillet 2009 une pétition pour défendre le principe de l'indépendance de leur Banque centrale. Il n'empêche que fin novembre 2009, la Chambre des Représentants a voté un projet donnant au Congrès un droit de regard sur la politique monétaire de

la Fed, et que la Fed a vu son indépendance être concrètement remise en cause lorsqu'elle a monétisé la dette publique au plus fort de la crise de subprimes.

Remarquons pour finir sur ce point que les partisans de l'indépendance de la BCE préconisent eux-aussi la transparence, mais pour des raisons d'efficacité. En effet, ils estiment que la BCE est relativement fragile à cause de sa décentralisation et de la faiblesse relative de ses moyens, spécialement en ressources humaines (elle compte au moment de sa mise en place 500 employés seulement contre 16500 pour la BDF et 16000 pour la Buba). Le voile du secret que le premier président de la BCE semble vouloir jeter sur les activités et les prévisions de la BCE ne peut qu'aggraver cette fragilité, surtout dans une période de lancement, sans recul historique, marquée de surcroît par une conjoncture où se mêlent de grandes incertitudes sur les liens entre taux d'intérêt, taux d'inflation et taux de croissance et où les différents pays ne sont pas au même stade de leur cycle. La question de la qualité de la communication de la BCE, comparée à celle de la Fed, se pose toujours : le hasard des dates de publication fait qu'en Février 2005, P. Artus dans le périodique « Challenges » (numéro 241) et Ph. Sigogne dans le quotidien « Investir » (du 19 février) critiquent fortement le manque de transparence et de précision du discours de la BCE et en concluent, le premier, que cela nuit à la crédibilité de la banque centrale et, le second, que cela conduit les marchés à se laisser guider uniquement par leurs propres anticipations. (P. Artus va même plus loin puisqu'il considère que les propos du Président de la BCE, J.-C. Trichet, correspondent à « une analyse trop classique des mécanismes macroéconomiques. (...) Aucune place n'est faite à des problématiques modernes »). La BCE apparaît d'autant moins transparente que ses consœurs le sont nettement plus qu'elle : la Fed l'est progressivement devenue à partir du milieu des années 1990 et la Banque d'Angleterre est la banque centrale qui a la communication la plus développée puisque non seulement elle publie régulièrement ses prévisions d'inflation mais fait également part des débats et des votes des membres de son comité de politique monétaire. Pour relativiser quelque peu le manque de transparence de la BCE, remarquons que même si elle ne publie pas les « minutes » de ses délibérations, son président fait après chaque décision de remaniement des taux une conférence de presse avec la possibilité de lui poser des questions.

-6- Il est un autre domaine que le budget où les États membres jouissent encore actuellement d'une certaine autonomie : la réglementation fiscale et sociale.

Or, le bon fonctionnement de l'U.E.M. nécessite qu'en ces domaines aussi une harmonisation soit recherchée rapidement au risque de devenir des facteurs importants d'asymétrie et de distorsions. L'harmonisation fiscale devra porter en priorité sur les taux de TVA, sur l'imposition des sociétés et sur celle de l'épargne.

En matière d'harmonisation sociale apparaissent nettement les dangers de mise en cause de notre système de protection sociale que nous fait courir la stratégie du "moins disant".

Une façon globale de poser le même problème consiste à évaluer le "coût sociofiscal" qui est l'écart entre le coût brut pour l'entreprise et ce que reçoit en définitive le salarié, après paiement de toutes les cotisations sociales et de l'impôt sur le revenu. Cet écart est spécialement important en France.

"S'il n'y a pas d'harmonisation des taux d'imposition ou de règles fixant une protection sociale minimale, le risque est grand de voir la concurrence sociale et fiscale se substituer à la concurrence par les taux de change. Ce n'est pas une bonne nouvelle puisque le coût de la concurrence par les changes (des dépréciations inefficaces donc de l'inflation) est probablement moindre que celui de la concurrence fiscale. Remarquons où mènerait ce type de concurrence : si les facteurs mobiles de production (capital productif ou financier, travail qualifié) ne peuvent plus être taxés en raison de la présence de pays qui ne les taxent pas, seuls la consommation (par la TVA) et le travail non qualifié, qui ne sont pas délocalisables, pourraient être assujettis à l'impôt, ce qui n'est ni efficace ni juste" (P. Artus - 1998). C'est parce que ce coût est très élevé que le conseil Ecofin de mars 2007 décide de mieux coordonner les politiques fiscales nationales et que le « groupe Primarolo », mis en place par l'UE en 1998 pour harmoniser la fiscalité, est reconduit au moins jusqu'en 2008.

B- Les critiques des critères de Maastricht

Pour juger de la convergence des économies candidates à la monnaie unique, le Traité de Maastricht définit cinq critères, qui sont de deux sortes :

- Deux critères sont budgétaires :

- le *critère de la dette publique* : la dette publique (dette brute des administrations publiques) doit être inférieure à 60 % du PIB ;
- le *critère du déficit public* : le déficit public (besoin de financement des administrations publiques) doit être inférieur à 3 % du PIB (cette norme a été calculée pour stabiliser le ratio d'endettement compte tenu des hypothèses retenues pour la croissance et les taux d'intérêt : pour un ratio d'endettement de 60% et un taux moyen annuel de croissance en valeur de 5%, donc de 3% en volume pour une inflation limitée à 2%, le ratio de déficit qui stabilise la dette est précisément de $60\% \times 5\% = 3\%$).

Remarque : cette explication rationnelle de la fixation du seuil de 3% pour le déficit public cache la façon dont ce seuil a été concrètement décidé. En effet, on sait aujourd'hui que dès les premières années du premier septennat de François Mitterrand, et à la demande de celui-ci, la Direction du Budget a déterminé le seuil maximum pour le déficit public, de façon à justifier des limitations de dépenses pour les différentes administrations. Comme le déficit était compris à cette époque là entre 2,5% et 3%, le chiffre de 3% a été choisi. Un chargé de mission de cette direction dit même qu'il présentait en plus l'avantage de faire penser à la Trinité...

Quant au seuil de 60% pour la dette publique, on peut remarquer que le ratio de la dette publique française était de 58,1% en 1996, de 59,5 en 1997 et de 59,6% en 1998... Et que le taux de croissance en volume a été pour ces trois années de 1,1%, 2,2% et 3,4%.

- Trois critères sont monétaires :

- le *critère de la stabilité des prix* : l'écart possible entre le taux d'inflation d'un État donné et le taux moyen des trois pays les moins inflationnistes est limité à + 1,5 point ;
- le *critère des taux d'intérêt nominaux à long terme* : l'écart avec les 3 pays ayant la meilleure performance en matière d'inflation est limité à + 2 points ;
- le *critère du taux de change* : le pays doit appartenir depuis 2 ans aux marges normales du SME sans dévaluation.

-1- Pour beaucoup, ces critères sont trop strictement financiers. Les critères de convergence auraient pu reprendre les quatre termes du carré magique de Kaldor : stabilité des prix certes mais aussi croissance, équilibre externe et surtout plein-emploi. Mais cela n'est pas étonnant dans la mesure où l'U.E.M., en privilégiant les convergences sur les prix, laisse de fait aux quantités le soin d'assurer les ajustements nécessaires. Indiquons que, lors de négociations du traité de Maastricht, J. Delors a proposé en vain que soient pris en compte deux critères concernant le chômage ; il voulait ainsi défendre une égalité entre la dimension économique et la dimension monétaire de l'UEM.

-2- De manière générale, ces critères financiers sont très restrictifs en ce sens que leur respect impose des politiques qui peuvent être très coûteuses en croissance et donc en emploi. Leur définition s'explique par la domination ambiante de l'orthodoxie financière et de la référence monétariste ; également par le poids qu'ont pris les marchés financiers dans la marche de l'économie mondialisée. Des auteurs parlent de tyrannie des marchés et de dictature des créanciers. Dans un article écrit avec G. La Malfa, le prix Nobel d'économie Franco Modigliani remarque (Le Monde - 7/3/98) que "la zone du chômage à deux chiffres coïncide largement avec celle des pays candidats à l'euro". Il en conclut que la "vision orthodoxe" est néfaste à l'emploi ; et il ajoute que, réciproquement, l'"eurochômage pourrait tuer l'euro". Cela fait dire à de nombreux auteurs que le "carcan" maastrichtien réalise non seulement une convergence en termes budgétaires et monétaires mais aussi en termes de forts taux de chômage et de faibles taux de croissance... De plus, ces critères financiers sont trop partiels puisqu'ils omettent la politique fiscale et les politiques de

transferts financiers qui existaient avec les aides régionales et les fonds structurels. La crise de la zone euro des années 2007-2008 et suivantes prouve que la manière dont la zone euro a été construite « condamne à l'austérité et écrase les peuples européens » (Benjamin Coriat – Nouvel Observateur du 15 mai 2014). Trois autres facteurs ont joué et jouent toujours dans la dynamique de cette crise : d'une part, des institutions insuffisamment efficaces, d'autre part, la mauvaise qualité des politiques macroéconomiques mises en œuvre, marquées en particulier par une politique de concurrence rigide et une absence de politique industrielle et enfin la mauvaise gouvernance globale (« quand en 2008 la banque Lehman Brothers a fait faillite, il n'a fallu que dix jours au gouvernement américain pour faire voter un paquet de 700 milliards de dollars. En Europe, il a fallu deux ans pour faire la même chose » Daniel Cohen, Nouvel Observateur du 15 mai 2014) ; le tout se traduisant par une résilience très faible, une croissance et des innovations insuffisantes, un chômage élevé et durable, des structures productives inadaptées, des inégalités qui s'aggravent et par conséquent une cohésion sociale qui s'effrite. Le « consensus de Bruxelles » alliant l'austérité budgétaire et des réformes structurelles ne permet pas une sortie de la crise par le haut mais enfonce plutôt de nombreux pays européens dans la récession, ce qui explique les progrès de l'euroscepticisme européen (selon l'Eurobaromètre, le taux de confiance dans l'UE, un peu inférieur à 60% en 2007, est tombé à 30% en 2013 ; notons que la confiance dans son gouvernement national a suivi au sein de l'UE une évolution similaire en passant de 40% à 22%). Il est de fait que la décennie 1990 (période qui va par conséquent de la réunification allemande au lancement de la zone euro) est marquée en Europe, positivement, par une maîtrise certaine de l'inflation ainsi que par un certain contrôle des finances publiques, mais aussi, négativement, par une faible croissance et un fort chômage. Cette décennie aggrave ainsi le fossé qui s'est creusé dès le début des années 1980 entre l'Europe et les États-Unis. Par ailleurs, l'ancrage nominal du franc sur le mark, qui est l'objectif effectif des politiques conjointes de désinflation compétitive et de franc fort menées à partir de 1983, est la cause principale des écarts de performances entre la France et le reste de l'Europe : au cours des années 1990, le taux d'inflation français est certes en moyenne d'un point moins élevé que dans le reste de la future zone euro mais son taux de chômage en est au contraire d'un point supérieur.

-3- Pour certains, ce sont les critères budgétaires qui sont les plus critiquables.

Premièrement, ce sont des critères non de convergence mais de situation puisque, contrairement aux critères monétaires, ils sont définis en termes absolus, ce qui ne permet pas de les relativiser en fonction des performances et de la conjoncture propres à chaque pays. De surcroît, ils sont posés en fonction de définitions conventionnelles par hypothèse et donc discutables. C'est en particulier vrai pour la définition de la dette publique qui pourrait par exemple être étendue aux engagements des fonctions publiques en matière de retraites.

Deuxièmement, les critères budgétaires reposent sur des hypothèses de taux de croissance, de taux d'intérêt nominal et de taux d'inflation correspondant aux valeurs moyennes de l'époque de lancement de l'euro, mais il n'est pas très raisonnable de considérer que celles-ci sont stables. Par conséquent, les valeurs retenues ne peuvent en aucun cas être prises pour des normes optimales.

Troisièmement, les critères budgétaires s'inscrivent dans des équilibres macroéconomiques que les décideurs des politiques publiques ne peuvent ignorer. En effet, on sait que l'on a la relation suivante :

$D_n = D_{n-1} (1+r-\pi-g)+d_n$, où D est la dette publique rapportée au PIB, r le taux d'intérêt nominal, π le taux d'inflation, g le taux de croissance du PIB et d le déficit public rapporté au PIB.

De cette relation, deux enseignements peuvent être tirés. D'abord, si on veut D_n et D_{n-1} égales à 60% et d égal à 3%, il faut que $60 = 60 (1+r-\pi-g) + 3$. Donc, $(1+r-\pi-g) = (60 - 3) / 60 = 0,95 = 95\% \Rightarrow r-\pi-g = 5\% \Rightarrow g - (r-\pi) = 5\%$. Cela signifie que les critères de Maastricht imposent que le taux d'intérêt réel soit inférieur de 5 points au taux de croissance de l'économie. Ensuite, la charge financière de la dette est automatiquement allégée par une croissance plus forte et une inflation plus élevée.

Quatrièmement, ce sont des critères tellement restrictifs qu'ils peuvent pousser certains États à faire des arbitrages au détriment de la protection sociale et à adopter des stratégies procycliques alors que le but de la politique budgétaire est d'être anticyclique.

Cinquièmement, ces critères débouchent sur une impasse. En effet, il n'y a que deux voies possibles pour la régulation macroéconomique européenne : soit une marge de manœuvre budgétaire laissée à chaque État membre, soit un budget européen suffisamment important pour rendre possible une politique au niveau de l'ensemble. Or, si les critères budgétaires repoussent la première solution, la seconde n'en est pas moins rejetée aussi actuellement, à la fois par les marchés et par les responsables de la BCE (d'ailleurs, le mémorandum présenté lors de la réunion du Conseil de l'euro du 8/02/1999 par O. Lafontaine, ministre allemand des finances, et dans lequel celui-ci préconise que l'Europe recoure à des mesures budgétaires en réponse au choc négatif sur la demande mondiale, a reçu un accueil non seulement critique des responsables monétaires européens mais aussi relativement froid de la part de ses collègues du Conseil).

Certains estiment néanmoins que les règles posées par les traités de Maastricht et d'Amsterdam laissent le budget remplir correctement ses deux fonctions essentielles, celle bien sûr de stabilisation automatique mais aussi celle de régulation macroéconomique lorsque la stabilisation automatique s'avère insuffisante pour contrecarrer les effets d'une surchauffe ou au contraire d'un trop net ralentissement de l'activité économique.

Le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) reprend ces critères budgétaires pour encadrer les politiques budgétaires nationales, de façon à ce qu'elle ne viennent pas réduire la crédibilité ni l'efficacité de la politique monétaire unique. Nous renvoyons donc le lecteur aux critiques faites au PSC pour compléter celles qui sont faites ici aux critères de Maastricht.

-4- Pour d'autres, ce sont les critères monétaires les plus critiquables : ils aggravent plus qu'ils ne réduisent la dérive budgétaire et font courir aux pays le risque d'un cercle vicieux : les politiques restrictives induites réduisent les rentrées fiscales, ce qui handicape l'assainissement des finances publiques et donc en conséquence la reprise de la croissance, etc.

En ce qui concerne plus précisément le critère de l'inflation, plusieurs auteurs estiment qu'il vaudrait mieux s'en tenir à la moyenne européenne plutôt qu'à la performance des trois meilleurs parce qu'il n'est pas aberrant qu'un pays dont l'économie est en rattrapage soit relativement inflationniste.

-5- De manière plus générale, les critères fixés par le traité de Maastricht trouvent leur justification dans deux conceptions, l'une théorique et l'autre pratique, mais qui peuvent être toutes deux contestées :

- La théorie économique montre une nette préférence pour les règles automatiques au détriment des mesures discrétionnaires en matière de définition des politiques économiques.

Plus largement, cette conception confirme l'inspiration libérale des traités européens. Ceux-ci reposent en effet sur l'efficacité supposée des marchés et de la concurrence ; tout est conçu pour créer les conditions de marchés organisés et d'une concurrence loyale. Dans cette perspective, les critères ont pour but de contraindre les pays à réaliser entre eux et dans les plus brefs délais une convergence *nominale* par rapprochement de leurs conditions de coûts de production et de prix de vente pour qu'à terme se dessine une convergence *réelle*, c'est-à-dire un rapprochement des structures de production, des performances économiques (productivité) et des niveaux de vie. En somme, on retrouve l'analyse dichotomique, l'analyse de long terme, la croyance en la toute puissance du marché ainsi que la conviction en les bienfaits de la concurrence, ce qui amène à contester l'efficacité des politiques conjoncturelles.

- Les experts européens ont le souci d'imposer aux États-membres la discipline des critères pour qu'elle se substitue au minimum de coordination si difficile à obtenir et pourtant indispensable pour éviter les externalités les plus négatives de politiques non coopératives, pour ne pas faire courir aux États le risque d'insolvabilité, pour que les pays ne soient pas obligés de payer pour les "bêtises" des voisins, etc...

-6- Une remarque terminale sur les critères de convergence : ils sont nécessaires mais pas suffisants pour être dans la zone euro. En effet, il ne suffit pas d'être capable d'y être, il faut aussi le vouloir, comme le montrent bien les cas du Royaume-Uni et du Danemark.

C- Les critiques du Pacte de stabilité et de croissance (PSC).

• Des questions préalables : le PSC : quoi ? pourquoi ?

+ Alors que le Traité de Maastricht prévoit entre autres des critères budgétaires pour provoquer la convergence des économies de manière à rendre possible le passage à la monnaie unique, le Pacte de stabilité et de croissance (PSC), discuté lors du sommet de Dublin (décembre 1996) et adopté lors du sommet d'Amsterdam (juin 1997), institue de manière définitive les mêmes règles de discipline budgétaire dans le but d'éviter durablement toute politique financièrement insoutenable et économiquement préjudiciable à tous.

Pour cela, le Pacte propose un dispositif de dissuasion et de sanction qui complète l'article 104 C du Traité de Maastricht, en précisant :

- Les mécanismes de surveillance des positions budgétaires : les États membres présentent des programmes pluriannuels indiquant leurs objectifs budgétaires et la manière de les atteindre.

- Le rôle des différentes institutions européennes : la Commission établit un rapport dès que le déficit prévu ou effectif dépasse 3% du PIB et le Conseil décide s'il est excessif.

- Le système des sanctions : lorsque le déficit est jugé excessif, la procédure de sanction n'est pas déclenchée si l'État considéré prouve qu'il est confronté à des circonstances exceptionnelles du fait d'un ralentissement économique soudain et d'une baisse annuelle du PIB en principe d'au moins 2 % (c'est en particulier le cas en 2008-2009, pour la France, à cause des conséquences de la crise des subprimes). Lorsqu'il n'y a pas de telles circonstances exceptionnelles, le Conseil délibère à la majorité qualifiée et adresse au pays des recommandations pour qu'il prenne des dispositions dans les quatre mois de façon à réduire le déficit dans l'année qui suit. Sinon, des sanctions peuvent être prises, à savoir un dépôt obligatoire - de 0,2% du PIB + 1/10 du dépassement, avec un plafond de 0,5 % - qui ne porte pas intérêt et qui se transforme en principe en amende si le déficit excessif n'est pas résorbé dans les deux ans.

De plus, dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) sont élaborés en 1999 et actualisés à la fin de 2000 des "programmes de stabilité" qui prévoient, à partir de prévisions de croissance qui extrapolent les tendances des années 1998-2000, l'équilibre budgétaire pour tous les pays de la zone euro au plus tard en 2004. L'objectif du PSC est donc de réaliser un équilibre budgétaire rigoureux et de laisser jouer en définitive uniquement les stabilisateurs automatiques : les recettes et les dépenses budgétaires subissent spontanément des variations du seul fait des fluctuations conjoncturelles, et ce sont ces variations qui atténuent les fluctuations. En effet, les recettes fiscales augmentent ou diminuent d'elles-mêmes selon que l'activité macroéconomique progresse ou ralentit, et inversement pour les dépenses publiques ; les fluctuations de la demande privée sont ainsi amorties automatiquement par les réactions spontanées de la demande publique à la conjoncture. Mais il convient de remarquer que l'équilibre budgétaire peut nécessiter un excédent structurel dans la mesure où, dans le jeu des stabilisateurs automatiques, l'élasticité de dépenses est nettement inférieure à celle des recettes : pour éviter les sanctions prévues par le PSC, le déficit structurel des pays de la zone euro ne peut dépasser environ 0,5%.

+ L'adoption du PSC peut paraître paradoxale puisque cela signifie que les pays de la zone euro acceptent, au moment même où ils renoncent à leur autonomie en matière de politique monétaire et où ils n'ont plus la possibilité de recourir à l'ajustement par le change, de restreindre leur marge de manœuvre dans le domaine de la politique économique qui reste encore à leur discrétion, le domaine budgétaire.

Un certain nombre d'*arguments* peuvent cependant fournir un début d'explication.

Premièrement, le PSC fait que ne se relâche pas la discipline budgétaire imposée par le Traité de Maastricht pour provoquer la convergence : le PSC constitue dans le domaine budgétaire le pendant de la BCE dans celui de la monnaie. Le PSC est une sorte de garantie contre le risque que les gouvernements ne déstabilisent la politique monétaire par des politiques budgétaires non maîtrisées. Pire même : comme le montre la théorie budgétaire du niveau général des prix, l'accumulation de déficits budgétaires peut être la cause d'une accélération de l'inflation, ce qui peut forcer la Banque centrale à délaisser son objectif de stabilité des prix pour jouer le rôle de PDR.

Le PSC est une discipline budgétaire d'autant plus nécessaire que n'existent plus les sanctions d'autrefois quand dérapaient les finances publiques, à savoir l'envolée des taux d'intérêt longs et le fléchissement de la monnaie nationale.

Mais cet argument est contesté : le PSC n'est pas un mécanisme suffisant pour assurer la convergence budgétaire parce qu'il y a au sein de la zone euro un manque de coordination des politiques budgétaires, la possibilité de chocs asymétriques et une hétérogénéité structurelle qui sont autant de forces centrifuges.

Deuxièmement, le PSC évite aux pays de la zone euro de subir l'élévation du taux d'intérêt européen qu'entraînerait le comportement budgétaire excessif de l'un d'entre eux. Car, avec la politique de la monnaie unique et la disparition du risque de change, se trouve automatiquement limitée la différenciation des "spreads" de taux. Dit autrement, le PSC doit éviter qu'un pays de l'UEM adopte un comportement de "free rider", de passager clandestin, de resquilleur, et n'impose en conséquence la mutualisation du fardeau financier à l'ensemble des pays membres.

Troisièmement, le PSC peut être un excellent moyen de provoquer une coordination de fait des politiques économiques nationales, lesquelles ont un rôle d'autant plus important que joue le principe de subsidiarité et qu'est notoirement faible le budget communautaire.

Quatrièmement, le PSC tient compte de certains travaux théoriques - notamment de ceux de la nouvelle économie classique - qui critiquent sévèrement l'inefficacité des politiques économiques en général et de la politique budgétaire en particulier, en arguant en particulier des effets Ricardo-Barro, d'éviction et du cycle électoral. Il faut reconnaître que durant les dernières décennies la forte hausse des dépenses publiques et le creusement des déficits n'ont pas empêché un ralentissement durable de l'activité économique. Des travaux de la Commission européenne (en particulier l'article de M. Buti et A. Sapir publié en 1998) mettent par ailleurs en avant le cercle vertueux que crée la discipline budgétaire en favorisant l'investissement privé et en permettant l'allègement des prélèvements obligatoires au moyen d'une réduction du service de la dette publique.

Cinquièmement, la rigueur budgétaire est d'autant plus nécessaire aujourd'hui que les finances publiques seront très sollicitées à partir de 2005-2010 pour faire face au choc démographique lié au vieillissement des populations européennes.

Sixièmement, le mécanisme de sanction du PSC peut être analysé sur le plan théorique comme une façon d'internaliser à la manière de taxes pigoviennes deux externalités que crée la monnaie unique : d'abord celle-ci peut favoriser des politiques budgétaires exagérément expansives, les gouvernements anticipant que les effets d'éviction peuvent se diluer dans toute la zone ; ensuite, un pays confronté à des déficits budgétaires importants et/ou répétés augmente la probabilité de devoir demander l'intervention de la BCE en tant que PDR, d'où atteinte de la crédibilité de la banque centrale : le PSC est un moyen d'assurer la solvabilité des États membres et donc de ne pas les mettre en situation d'avoir à compter sur le sauvetage monétaire de la BCE.

Cet argument et le premier renvoient à la thématique du pouvoir économique respectif qu'ont l'Etat (en matière budgétaire) et la Banque centrale (en matière monétaire), et de la domination que peut exercer l'un sur l'autre. On peut en effet avoir affaire, selon le cas, à une « domination budgétaire » ou à une « domination monétaire ». Mais on peut aussi être dans la situation où ni l'Etat ni la Banque centrale ne sont prêts à céder : une règle telle que celle que fixe le PSC apparaît alors comme la seule solution viable.

Septièmement, certains pays peuvent être tentés - ils l'ont déjà montré - de réduire la pression fiscale lors des phases d'expansion, ce qui les oblige à mener une politique procyclique dans les phases de récession, d'où un manque de cohérence temporelle, ce que le PSC peut éviter.

Remarque : on peut dire que la politique budgétaire de la France est régulièrement marquée d'une telle incohérence temporelle. À chaque fois qu'elle a à faire face à un ralentissement de son activité, la France est déjà en déficit, ce qui limite extrêmement ses capacités de relance, surtout qu'il faut compter avec la vigilance et les menaces de la Commission de Bruxelles. Par contre, beaucoup de nos voisins font en sorte de ne pas réduire les prélèvements en période de « vaches grasses » de façon à se constituer des munitions pour les périodes de « vaches maigres ».

Remarque sur la notion d'incohérence temporelle. Cette notion trouve son origine dans le fameux article de 1977 de F.E Kydland et E.C. Prescott et milite en faveur d'un pilotage automatique par l'intermédiaire d'une règle au détriment d'une politique discrétionnaire. L'incohérence temporelle (ou dynamique) revêt en réalité au moins cinq aspects. Premièrement, il peut y avoir incohérence temporelle à cause du délai qu'exige la mise en œuvre des politiques économiques et à cause aussi des anticipations des différents agents (anticipations qui tiennent compte de la stratégie décidée et/ou qui tablent sur la tricherie des autorités si celles-ci manquent de crédibilité) : la décision prise ne semble plus alors adéquate lorsqu'elle commence à faire sentir ses effets. Deuxièmement, il y a incohérence temporelle quand une politique économique manque d'articulation entre ses objectifs et règles de moyen-long terme et ses mesures d'actions conjoncturelles de court terme. Troisièmement, il y a incohérence temporelle quand il y a contradiction au niveau de la dynamique du policy mix entre les politiques monétaire et budgétaire. Quatrièmement, il y aussi incohérence temporelle quand il y a incompatibilité entre les politiques de court terme et celles de long terme. Cinquièmement, il y a risque d'incohérence temporelle quand les décisions de politique économique sont prises par des autorités qui ne sont pas coordonnées entre elles.

• La question des critiques faites au PSC.

-1- Toutes les critiques adressées ci-dessus au Traité de Maastricht peuvent être reprises ici puisque le Pacte pérennise les critères restrictifs de Maastricht ; il constitue de ce point de vue une contrainte très lourde et peut peser gravement sur la croissance. Seulement, alors que le traité de Maastricht dicte des normes de 60% du PIB pour la dette publique et de 3% du PIB pour le déficit public en fonction des valeurs moyennes existant à son époque, le PSC fixe les mêmes normes comme si la situation était durablement stable et comme s'il s'agissait de valeurs optimales. Quel est donc le critère de cette optimalité ?

-2- Le PSC est asymétrique. Il sanctionne quand il y a dérapage mais il n'incite pas à la vertu dans les phases de bonne conjoncture.. Il y a régression de ce point de vue avec la période précédant la mise en place de l'euro, au cours de laquelle « l'incitation à la bonne conduite était patente, avec une carotte et un bâton à caractère symétrique » comme l'écrit Ph. D'Arvisenet (Sociétal, 3^{ème} trimestre 2005).

-3- Le PSC n'est pas une garantie suffisante pour la convergence budgétaire parce qu'il existe plusieurs forces centrifuges : une coordination des politiques budgétaires pas assez poussée, une possibilité de chocs asymétriques et une hétérogénéité structurelle encore importante. Savoir si le PSC permet une coordination suffisante des politiques budgétaires est une question largement débattue. En tant qu'ensemble de règles, de code de bonne conduite, on peut considérer que le PSC est un moyen de « coordination-bien public » dont le but est de produire et de renforcer un bien public international : une union monétaire stable et non inflationniste. Une telle coordination par les règles présente indéniablement des avantages : il y a plus de transparence sur l'interdépendance des économies, moins d'incertitude sur les politiques économiques avec une réduction des risques que celles-ci peuvent présenter en termes de débordements. Mais elle recèle aussi des inconvénients lorsque le système de règles limite trop les marges de manœuvre des États et que cela restreint excessivement les possibilités de réaction aux chocs. L'efficacité peut alors rendre indispensable le recours en complément à une « coordination stratégique » c'est-à-dire à toutes les mesures permettant de gérer discrétionnairement les externalités générées par les politiques économiques nationales, afin de préserver et même d'augmenter le bien-être collectif.

Mais, et la situation actuelle de la zone euro le montre à l'envisager, la coordination stratégique nécessite une puissante volonté politique et en cela elle est plus difficile à réaliser que la coordination-bien public (sur la distinction entre les deux formes de coordination ici évoquées, nous renvoyons à Thygesen). Rappelons ici que J. Delors avait proposé, en vain, qu'un pacte de coordination des politiques macroéconomiques accompagne le PSC.

Une proposition encore plus ambitieuse qu'une coordination stratégique consiste à mettre en place une autorité budgétaire indépendante pour assurer la fonction de stabilisation conjoncturelle au niveau de l'UEM en utilisant un fonds spécifique. Deux variantes consistent pour l'une à limiter le rôle de cette entité à la seule activité de conseil, et pour l'autre à confier à la BCE cette responsabilité de stabilisation conjoncturelle, ce qui aurait pour avantage évident de faciliter au maximum la définition d'un policy mix cohérent. Après les décisions du Conseil des gouverneurs de mai 2003 (voir plus haut), on peut se demander si on ne se dirige pas vers cette dernière solution.

-4- De nombreux économistes critiquent le PSC parce qu'il prend en considération le déficit global au lieu du déficit structurel (déficit corrigé des fluctuations conjoncturelles). Prendre pour référence le déficit structurel permet non seulement aux stabilisateurs automatiques de jouer pleinement mais aussi aux pays - spécialement ceux qui ont d'importants besoins en infrastructures - de ne pas sacrifier les investissements publics, surtout que ces investissements sont une condition nécessaire d'une augmentation de la croissance potentielle. Est souvent évoquée de ce point de vue une règle, considérée en Grande-Bretagne comme la règle d'or des finances publiques, qui consiste à viser un déficit budgétaire nul, hors investissement.

Cette proposition, développée en France en particulier par J.-P. Fitoussi, se fonde sur trois arguments forts mais soulève quelques questions d'application. La première justification se fonde sur la théorie de la croissance endogène et la place qu'y occupent les infrastructures, la seconde sur le fait qu'il est logique d'étaler le financement de ce type de dépense puisqu'il profite à plusieurs générations successives, et la troisième sur la nécessité de rattraper le retard pris ces dernières décennies au sein de la zone euro par l'investissement public, qui est la première victime des politiques de maîtrise des dépenses publiques. Les principales questions que pose cette proposition concernent le périmètre de la notion d'investissement public et l'évaluation de sa rentabilité, compte tenu des externalités induites.

-5- Certains contestent la réalité des risques auxquels le Pacte est censé répondre et/ou l'adéquation de ses solutions à la nature des problèmes posés. Ainsi, la crainte d'une élévation des taux d'intérêt qui pourrait résulter d'une politique budgétaire expansive menée par l'un des pays est excessive : cette élévation serait en fait marginale (l'expérience montre que les taux longs européens dépendent relativement bien davantage des taux américains que des situations budgétaires et qu'un déficit supplémentaire de 1 point de PIB d'un grand pays comme la France ou l'Allemagne ne correspondrait qu'à 0,3 point de PIB européen, ce qui est peu de chose par rapport au taux de la dette publique de la zone euro qui est actuellement de 70 % de son PIB). Plus même, une telle politique pourrait générer des externalités positives pour les autres pays qui verraient leurs exportations et leur compétitivité progresser, si bien que la politique budgétaire expansive d'un pays peut avoir pour conséquence l'amélioration de la situation budgétaire de tous les autres. De même, la crainte d'une crise d'insolvabilité que pourrait courir un pays adoptant un comportement budgétaire trop laxiste, et donc de crise financière plus ou moins généralisée, est elle aussi excessive : l'histoire économique prouve que les pays de la zone euro ont toujours fait preuve d'un minimum de "responsabilité budgétaire".

-6- Compte tenu des effets des fluctuations conjoncturelles sur le solde budgétaire, le Pacte aboutit à exiger de fait sur moyenne période un excédent budgétaire : la discipline qu'impose le Pacte est donc dure et elle le sera tout spécialement durant les premières années de l'UEM, surtout si la conjoncture internationale est peu favorable. Dans le pire des cas, la politique budgétaire devrait être même procyclique et jouerait donc à contretemps, ce qui non seulement mettrait à mal

la croissance et l'emploi ("le Pacte de stabilité devient une camisole de force" selon Rudiger Dornbush, professeur d'économie au MIT ; dans la revue "Capital" de janvier 2003, J.-P. Fitoussi, président de l'OFCE, dit que le PSC traduit un dogmatisme qui étouffe la croissance et qu'"il faut arrêter ce hara-kiri économique") mais aussi condamnerait la politique monétaire à prendre le relais de la régulation de l'activité et de la stabilisation de l'économie au moment même où la BCE aura à cœur de conforter sa crédibilité.

Certains économistes proposent, pour réduire les effets pervers du PSC sur la croissance et l'emploi, de remplacer le critère d'un déficit public inférieur à 3% du PIB par le critère d'une dette publique inférieure à 60 % du PIB, qui serait moins contraignant et qui permettrait d'utiliser plus efficacement les dépenses publiques de manière contra-cyclique. Ces économistes se basent sur des simulations qui montrent que plusieurs pays, notamment la France et l'Allemagne, pourraient respecter ce critère de la dette défini à Maastricht avec un déficit public avoisinant pourtant les 3% fatidiques. Seulement, comme le montrent les statistiques suivantes, la zone euro affiche globalement des scores qui non seulement sont au-delà des limites prescrites mais aussi sont supérieurs à ceux de l'UE à 25 ! Quant à la France et aux autres « poids lourds » de la zone euro, ils sont eux-mêmes bien au-delà des limites : depuis 2000, la dette publique de la France, de l'Allemagne et de l'Italie ne cesse d'augmenter (passant entre 2000 et 2005 d'un peu plus de 70% à près de 80%) alors que celle des autres pays de la zone euro ne cesse de diminuer (passant d'un peu plus de 60% à environ 53%).

Notons cependant que l'évolution des dettes publiques subira un choc important à l'occasion de la crise des subprimes ; d'où l'apparition du sigle PIGS et l'épisode de la crise grecque en 2010...

% du PIB	2002	2003	2004	2005
<i>Zone euro</i>				
Solde public	-2,5	-3,0	-2,8	-2,4
Dettes publiques	68,1	69,3	69,8	70,8
<i>UE 25</i>				
Solde public	-2,3	-3,0	-2,6	-2,3
Dettes publiques	60,5	62,0	62,4	63,4
<i>France</i>				
Solde public	-3,2	-4,2	-3,7	-2,9
Dettes publiques	58,2	62,4	64,4	66,8
<i>Allemagne</i>				
Solde public	-3,7	-4,0	-3,7	-3,3
Dettes publiques	60,3	63,8	65,5	67,7
<i>Italie</i>				
Solde public	-2,9	-3,4	-3,4	-4,1
Dettes publiques	105,5	104,2	103,8	116,4
<i>Espagne</i>				
Solde public	-0,3	-0,0	-0,1	1,1
Dettes publiques	52,5	48,9	48,9	43,2
<i>Grèce</i>				
Solde public	-4,9	-5,8	-6,9	-4,5
Dettes publiques	110,7	107,8	108,5	107,5
<i>Belgique</i>				
Solde public	-0,0	0,1	0,0	0,1
Dettes publiques	103,2	98,5	94,7	93,3
<i>Danemark</i>				
Solde public	1,2	1,0	2,7	4,9
Dettes publiques	46,8	44,4	42,6	35,8
<i>Pays-Bas</i>				
Solde public	-2,0	-3,1	-1,9	-0,3
Dettes publiques	50,5	51,9	52,6	52,9
<i>Royaume-Uni</i>				
Solde public	-1,6	-3,3	-3,3	-3,6
Dettes publiques	37,6	39,0	40,8	42,8

Source : Eurostat

-7- À plus long terme, on pourrait penser que le Pacte deviendrait moins contraignant. Cependant, la Commission elle-même n'est pas certaine qu'il laisserait jouer pour autant les "stabilisateurs automatiques" (c'est-à-dire d'un côté, les variations automatiques des recettes fiscales qui sont induites par les fluctuations conjoncturelles et qui ont pour effet d'amortir ces fluctuations ; de l'autre, la politique de redistribution avec les revenus de transfert qui permet d'atténuer les difficultés économiques).

A fortiori, la probabilité de décider une politique discrétionnaire de relance budgétaire reste très faible ; ce qui renforce bien la primauté de la politique monétaire en matière de gestion macroéconomique.

-8- Des auteurs contestent la nécessité du Pacte : l'indépendance de la BCE et l'interdiction qui lui est faite - ainsi qu'à tous les gouvernements de la zone euro - de prendre en charge les engagements d'un État membre sont des mesures qui doivent suffire pour protéger l'euro contre les dangers de déficits budgétaires excessifs.

D'autres auteurs, sans vraiment contester la nécessité du Pacte, en critiquent un important effet pervers : certains gouvernements, ceux qui ont du mal à faire valoir l'intérêt général face aux

intérêts particuliers et à assumer par conséquent des réformes internes nécessaires, se serviraient du Pacte pour contourner les blocages et les résistances aux changements. Le Pacte n'élimine pas le cycle politico-économique et déresponsabiliserait donc les gouvernements pour leurs choix budgétaires. Cela explique que ces auteurs (dont Ch. Wyplosz) proposent que la politique budgétaire, voire d'autres politiques publiques telles que celles de la santé ou de l'emploi, soit pilotée chacune par une agence publique spécifique et indépendante à l'instar de la BCE. Le rapport Sapir propose une solution voisine : chaque pays se doterait d'une institution indépendante du gouvernement comme la Cour des comptes pour faire une évaluation de la situation et des choix budgétaires. Mais comme l'écrit P. Artus, dans le mensuel « Les enjeux » d'avril 2005, « en réalité, ce "modèle" est inquiétant : il induit des coûts énormes liés à l'absence de coordination ; il est contraire aux principes de la démocratie parlementaire et pessimiste quant à l'action des institutions politiques ».

-9- Des experts mettent en cause la crédibilité du Pacte, et ce pour deux raisons.

D'abord, l'article 104 C du traité de Maastricht laisse trop de marge d'appréciation à la Commission et au Conseil pour décider si un déficit est excessif et pour appliquer les sanctions. La crédibilité du PSC dépend en effet de son application effective. Or, force est de reconnaître que pour l'instant, malgré les occasions qui n'ont pas manqué depuis le début de 2002, que les recommandations pour déficit excessif n'ont pas connu de suite et que les dispositions du PSC n'ont donc jamais été réellement mises en œuvre. On explique souvent ces déficits excessifs par la difficulté des pays concernés à réduire leur déficit quand une bonne conjoncture peut en principe le leur permettre, mais il faut insister sur le fait que rien dans le PSC ne les incite à adopter une politique contracyclique en période de conjoncture favorable : ce caractère asymétrique du PSC en réduit l'efficacité et donc la crédibilité. De plus, la crise des subprimes, commencée en 2007 et qui prend d'importantes proportions les années suivantes, discrédite encore un peu plus le PSC puisque les pays, à commencer par les plus grands, adoptent des comportements budgétaires qui trahissent un véritable mépris de sa discipline. Pour restaurer la crédibilité du PSC, il conviendrait à la fois d'en assouplir les règles pour le court terme, de manière à donner davantage de marge de manœuvre aux gouvernements en cas de besoin, et d'en durcir la discipline pour le moyen terme, de façon à obliger ces mêmes gouvernements à redresser leur situation budgétaire dès que la conjoncture le permet.

Ensuite, le PSC impose un seuil de 3 % pour les déficits publics valable pour tous les pays membres. Mais la stabilisation du taux de dette publique qui est le principal objectif visé, de manière à assurer la solvabilité des États, n'implique pas le même niveau de solde budgétaire selon le taux de croissance nominal, selon le taux d'inflation, selon les taux d'intérêt réels et selon le ratio de dette publique initial, toutes variables qui sont différentes d'un pays à l'autre : c'est une autre forme d'asymétrie du PSC.

-10- Le Pacte, s'il n'est ni nécessaire ni crédible, pourrait cependant servir la transparence des décisions budgétaires et des finances publiques. Cette transparence doit commencer par le refus d'utiliser des artifices comptables. Or, Eurostat et les États candidats à la zone euro n'auraient-ils pas déjà accepté quelques manipulations comptables peu orthodoxes à l'occasion de l'"examen de passage" à la monnaie unique ? Certains estiment que si les États membres ne se résolvent pas à plus de transparence et à davantage de sincérité, la BCE sera amenée à adopter une politique monétaire plus dure que nécessaire.

-11- La sévérité des règles du Pacte de stabilité et de croissance apparaît dans toute sa dureté lorsque la conjoncture devient peu favorable. Après une période favorable entre 1997 et 2000, le milieu de l'année 2001 marque pour l'Europe la fin du carré magique (croissance soutenue, faible taux de chômage, inflation basse, équilibre extérieur). Car, contaminée par le virus du ralentissement américain, l'Europe voit son cercle vertueux s'enrayer et ses marges de manœuvre pour les politiques économiques s'épuiser. Les mois de septembre et d'octobre 2002 voient se multiplier les remises en cause du PSC. Ainsi, le 24 septembre, par une décision

inattendue, la Commission européenne suggère de reporter de 2004 à 2006 la date butoir pour l'équilibre des finances publiques. Et dans une déclaration au Journal Le Monde paru le 18 octobre 2002, le Président de la Commission lui-même, à la surprise générale, estime que le PSC, tout indispensable qu'il est, "est stupide, comme toutes les décisions qui sont rigides".

Paradoxalement, le PSC impose une politique budgétaire pro-cyclique : alors que, lorsque la conjoncture est difficile, la politique budgétaire devrait soutenir l'activité, les règles du PSC exigent une limitation draconienne du déficit (d'où le titre du Journal Le Monde en date 8 octobre 2002 : le pacte de stabilité a-t-il oublié la croissance ?). Ainsi, les gouvernements sont amenés à utiliser le seul instrument de régulation qui leur reste à l'envers de ce qu'ils peuvent souhaiter. Au total, la combinaison d'une politique budgétaire ainsi contrainte et d'une politique monétaire restrictive (les taux de la BCE restent élevés) augmente les dangers de croissance molle et même de déflation, et sous prétexte de limiter la dette publique fait porter le risque sur la dette privée. Il faut donc aménager le PSC pour faire de lui un "pacte de croissance dans la stabilité", c'est-à-dire un moyen d'assurer un "plein emploi soutenable" pour reprendre une expression qui résume par ailleurs l'objectif de la Fed.

-12- Critique sur le contenu dogmatique du Pacte de stabilité et de croissance. Le PSC part en effet de l'idée que le déficit public et la dette publique sont en quelque sorte des tares dont il faut débarrasser nos économies.

Le « rapport Pébereau », publié en décembre 2005, rassemble les divers arguments pour avoir « Des finances publiques au service de notre avenir » (c'est son titre), et pour « rompre avec la facilité de la dette publique pour renforcer notre croissance économique et notre cohésion sociale » (c'est son sous-titre).

Pour fonder ses propositions de réforme, ce rapport insiste à juste titre sur quelques constats préoccupants :

- la progression de notre ratio de dette publique est plus importante qu'ailleurs ;
- ce ratio pourrait atteindre 130% en 2020 et 400% en 2050 s'il y avait prolongement de la tendance actuelle ;
- la réduction de ce ratio d'endettement public et donc la maîtrise des dépenses publiques ne sont pas véritablement des objectifs prioritaires ;
- nos dépenses et notre dette publiques ne servent pas à préparer l'avenir puisqu'elles négligent les investissements, l'enseignement supérieur et la recherche (il s'agirait donc d'une mauvaise dette, car, comme pour le cholestérol, on peut parler de « bonne dette » et de « mauvaise dette ») ;
- la dégradation de nos finances publiques s'explique par une gestion trop peu rigoureuse, par un appareil administratif trop lourd et incohérent, et plus fondamentalement encore par nos pratiques politiques et collectives.

Mais cette analyse ne tient pas assez compte du fait que les administrations publiques n'ont pas les mêmes contraintes financières que les ménages et il n'est pas forcément judicieux de demander à l'État de gérer ses affaires « en bon père de famille » selon l'expression consacrée. En effet, contrairement aux ménages, l'État peut rester continuellement endetté puisqu'il est immortel, et à condition de rester solvable et de payer les intérêts pour préserver sa réputation (voir l'article de J. Creel et H. Sterdyniak paru dans « L'économie française 2007 ». La Découverte, Coll. Repères n° 463). De plus, la monétisation de la dette publique repousse presque à l'infini les limites de l'endettement : certes la monétisation est interdite quand elle est directement assurée par la Banque centrale mais elle peut avoir lieu indirectement par l'intermédiaire des banques commerciales. Cela dit, il convient, bien entendu, de tout mettre en œuvre pour assurer une gestion rigoureuse des finances publiques et faire la chasse aux gaspillages et aux fraudes. Mais les dépenses publiques sont indispensables pour la régulation de l'activité et de l'emploi, pour le développement économique et pour le bien-être social. Elles répondent non seulement à une demande mais également à des besoins ; et elles alimentent la « croissance endogène ». Comme on le dit souvent, nos économies n'ont pas besoin de « moins d'État » mais de « mieux d'État ». De plus, prétendre

qu'il y a explosion de ces dépenses et qu'il y a dérapage de notre déficit public et de notre dette publique est une idée à nuancer absolument.

. En ce qui concerne la soi-disant explosion des dépenses publiques, leur évolution sur les deux dernières décennies (1984-2004) montre qu'elles ont progressé sensiblement au même rythme que le PIB alors que leur taux moyen annuel de croissance était plus du double de celui du PIB au cours de la décennie précédente (1974-1984).

. En ce qui concerne le déficit public, il faut oser dire qu'il peut être nécessaire pour permettre la régulation macroéconomique, à condition d'être anti-cyclique et non pas pro-cyclique, ce qui limite par définition les effets d'éviction qui constituent pourtant la grande critique anti-keynésienne. Loin d'évincer les dépenses privées, les dépenses publiques gonflent la demande globale, que la faiblesse de la demande privée aurait déprimée. D'ailleurs, l'accroissement contemporain des déficits, non seulement en Europe mais aussi aux États-Unis et au Japon, ne s'est pas accompagné de taux d'intérêt élevés, ce qui diminue de surcroît la probabilité de l'effet « boule de neige » dans la mesure où le taux de croissance a d'autant plus de chances d'être supérieur au taux d'intérêt de la dette. Il est donc difficile de taxer les gouvernements d'un laxisme budgétaire généralisé. Et il peut être au contraire coupable de leur retirer un précieux moyen d'action.

En mai 2008, au moment même où la Commission européenne s'apprête à adresser à la France une « recommandation politique » pour qu'elle mette de l'ordre dans ses finances publiques, le Président Sarkozy se déclare favorable à l'inscription dans la Constitution de la discipline de l'équilibre des finances publiques sur le moyen terme. Cela est d'ailleurs également envisagé en Allemagne dans le cadre de l'actuelle réforme du fédéralisme. Cela rejoint la première proposition du « contrat pour l'Amérique » élaboré par le parti républicain américain pour les élections de 1994, sous l'impulsion de ceux qui pensent que la politique budgétaire est non seulement inefficace mais même contre-productive. Selon O. Blanchard et D. Cohen (Macroéconomie. Pearson Education), l'expérience américaine montre qu'un tel amendement constitutionnel imposant l'équilibre budgétaire n'est pas nécessaire ». Seulement, la loi Gramm-Rudman-Hollings (1985) et le Budget Enforcement Act (1990) montrent « que les contraintes peuvent être utiles, mais qu'une bonne conception de ces contraintes est essentielle ». De ce point de vue, un PSC bien conçu peut donc s'avérer utile.

. En ce qui concerne la dette publique, quatre constats suffisent à dédramatiser son impact.

Le premier concerne le montant de la dette : la dette brute représente en France un pourcentage du PIB qui est en ce début de 21^{ème} siècle dans la moyenne des pays développés et sa dette nette (dette brute diminuée des actifs financiers détenus par les administrations publiques) a un poids inférieur à ce que l'on a dans beaucoup d'autres pays.

Le second constat est que si dette publique importante en France il y a, c'est que notre pays présente deux spécificités : celle de constituer avec le Royaume-Uni le binôme de la défense européenne et celle d'avoir des dépenses plus lourdes que d'autres notamment en matière de prestations familiales et d'éducation puisqu'elle bénéficie d'une meilleure natalité (ce qui lui donnera davantage de contribuables plus tard...). Ce constat conduit en particulier à remettre en cause toute politique budgétaire européenne normée de manière uniforme ou calquée de fait sur celle d'un pays comme l'Allemagne qui ne présente pas les mêmes caractéristiques.

Le troisième constat vise à insister sur le fait que si les administrations publiques sont endettées, elles possèdent d'un autre côté un patrimoine bien supérieur. En effet, quand on regarde en ce milieu de la décennie 2000 les comptes de patrimoine des administrations publiques françaises, il apparaît que l'ensemble des actifs financiers et non financiers qu'elles possèdent représente plus de 110% du PIB alors que leur passif financier ne pèse qu'entre 80% et 85%. Mathieu Plane estime à 37,8% du PIB la richesse nette des administrations publiques en 2006 et considère que « le bébé français ne récupère pas à la naissance une dette publique de 18 700 euros, mais hérite au contraire d'un actif net de 11 000 euros » (Alternatives économiques n°265, de janvier 2008). Cette balance reste positive fin 2010 puisque « si chacun des 63 millions de Français porte sur ses épaules 32 000 euros de dette publique totale, il peut se rassurer en se disant qu'il dispose également de 40 350 euros d'actifs » (Alternatives économiques, HS 91 du 1^{er} trimestre 2012). Un raisonnement similaire est tenu par Christophe Ramaux dans un article intitulé « cessons de nous focaliser sur le

déficit public », publié dans Le Monde du 2/12/2011 (indiquons au passage que dans la même édition, M. TERNISIEN et M. TUDÉL font une analyse historique intéressante de l'histoire des déficits et dette français). Dans le même ordre d'idées, mais complémentaires, l'article écrit par Philippe ASKENAZY dans Le Monde du 31 janvier 2012 donne des statistiques comparées particulièrement intéressantes : en calculant le patrimoine national liquide net en soustrayant les dettes du patrimoine liquide (l'État ne va pas vendre le musée du Louvre), on constate que celui-ci correspond environ à 510% du PIB en 2011, soit 135 000 € par tête, ce qui est infiniment plus que dans d'autres pays (280% en Finlande, 320% en Allemagne -100 000€ par tête-, 590 % en Italie).

Le quatrième constat consiste à distinguer nettement l'endettement public et l'endettement national. S'il est vrai que les administrations publiques sont endettées, ce n'est pas le cas du pays tout entier : la France n'est pas endettée vis-à-vis de l'étranger. Elle consomme moins qu'elle ne produit et sa croissance n'est pas financée à crédit. Le stock national de capital physique, qui forme avec les avoirs financiers nets la richesse de notre pays et de ses habitants, représente 5,2 fois le PIB en 2003 contre 4 fois dix ans plus tôt : le « Français moyen » est plus riche aujourd'hui qu'hier, et cela en partie grâce au déficit public et à la dette publique. D'ailleurs, une partie importante de la dette publique est entre les mains des Français eux-mêmes ; les épargnants en sont même friands non seulement parce que les titres publics sont sûrs, mais aussi parce que ces titres constituent un bon moyen de se constituer un capital pour la retraite. Deux remarques sont à faire à ce sujet. D'abord, un peu plus de 60% de la dette négociable de l'État -OAT, BTAN et BTF- sont détenus par des non-résidents (le reste est entre les mains de nos compagnies d'assurances -20%- , de nos banques -15%- et de nos OPCVM), et notre pays n'a pas à craindre le manque d'investisseurs internationaux : la France est pour eux un territoire attractif, même si nous sommes obligés de les rémunérer davantage qu'en Allemagne... Ensuite, étant donné la structure de la fiscalité française, ceux qui bénéficieront des revenus des placements en titres publics et ceux qui rembourseront la dette ne seront pas issus des mêmes classes sociales).

En somme, le plus grave en matière de dette publique pour la France est que la dette qui progresse est essentiellement de la « mauvaise dette ». Cette mauvaise dette est d'autant plus importante que la façon actuelle de fonctionner de notre économie la favorise excessivement. En effet, nous avons une croissance (plus faible que les autres) qui est alimentée beaucoup plus par la consommation intérieure, qui est très soutenue, que par l'investissement et les exportations. Cela nuit bien évidemment à notre équilibre extérieur et à notre croissance future. Mais aussi, comme la croissance est faible, c'est-à-dire une création de richesses relativement limitée, les revenus qui sont dépensés en consommation sont pour une part non négligeable des revenus de transfert (d'où d'ailleurs un pic des prélèvements obligatoires à 44,4% du PIB, début 2007) : cette forte consommation est donc forcément financée en partie par l'endettement public.

En ce qui concerne la relation endettement public - croissance économique, il est important de se référer à l'article publié en janvier 2010 par Carmen M. Reinhart, de l'Université du Maryland, et par Kenneth S. Rogoff, de l'Université de Harvard, dans lequel les auteurs montrent, à partir d'une étude de la situation de 44 pays entre 1790 et 2009, que jusqu'à 90% du PIB la dette publique a un impact réduit sur le niveau d'activité, mais qu'au-delà de ce seuil la chute du taux de croissance peut être importante ; et cela à cause de l'effet dépressif qu'a le surpoids des charges financières et des primes de risques.

Au-delà des différences entre « mauvaise dette » et « bonne dette » et entre dette conjoncturelle et dette structurelle, deux autres distinctions au sein de la dette publique peuvent être utiles :

- D'abord, entre la dette des administrations centrales, celle des administrations territoriales et celle des administrations de Sécurité sociale.

	2006	2007	2008	2009
En % du PIB				
Etat (S1311)	49,4	49,0	53,2	60,6
Organismes divers d'administration centrale (S1312)	5,0	5,2	4,9	6,0
Administrations locales (S1313)	7,0	7,2	7,6	8,2
Administrations de sécurité sociale	2,2	2,4	1,8	2,8

L'EURO				
(S1314)				
Total administrations publiques (S13)	63,7	63,8	67,5	77,6

Source : Comptes nationaux - Base 2000, Insee

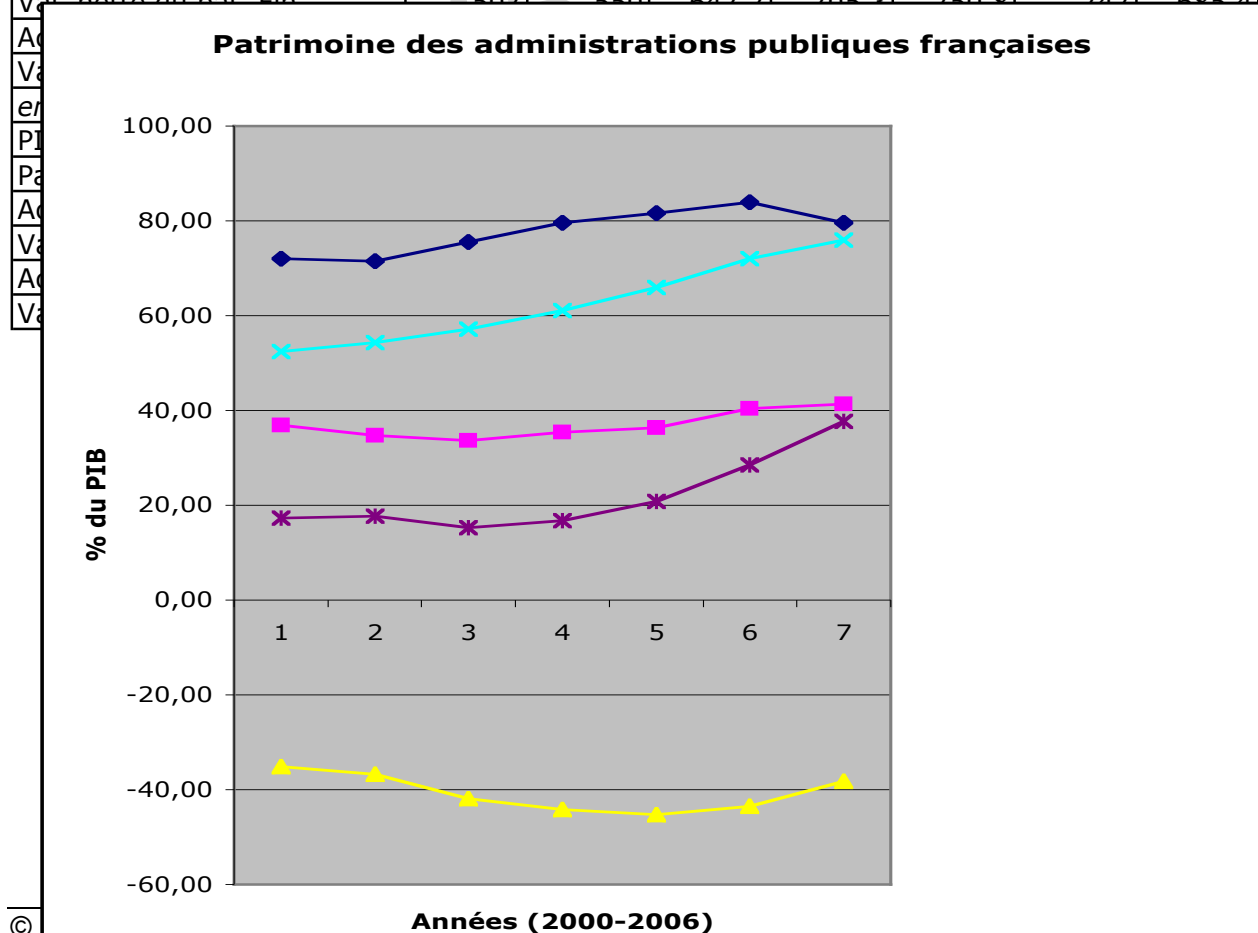
- Ensuite, entre cinq sortes de dette publique, que distingue J.-P. Bethèze (Éclairages, Crédit agricole de décembre 2009), dont la gravité est différente et dont la gestion pose des problèmes spécifiques :

- la « dette fatale » qu'entraînent non seulement les dépenses très difficilement incompressibles telles que les salaires des fonctionnaires, mais aussi les diminutions des recettes fiscales et les augmentations de dépenses que génèrent automatiquement les variations de l'activité macroéconomique ;
- la « dette sociale » correspondant aux différentes activités de l'État-providence ;
- la « dette permanente » due à une hypertrophie de la sphère publique et au fait que les administrations publiques vivent au-dessus de leurs moyens ;
- la « dette de crise » lorsque l'État est par exemple obligé, comme dans le cas de la crise des subprimes, de se porter au secours du système bancaire ;
- la « dette stratégique » quand les administrations publiques décident de s'endetter pour préparer l'avenir en finançant notamment la recherche, l'enseignement supérieur et des infrastructures ; comme c'est le cas du « grand emprunt » lancé par le gouvernement Fillon en 2010.

Note importante :

- *Évolution du patrimoine des administrations publiques françaises (en milliards d'euros courants, fin d'année, et en % du PIB).*

en milliards d'euros courants	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Passifs financiers	1037,8	1069,5	1168,9	1270,3	1354,2	1440,8	1427,5
Actifs financiers	530,8	519,5	521,2	565	603,4	693,8	742,1
Val. nette du pat. Fin.	507	550	647,7	705,3	750,8	747	685,4

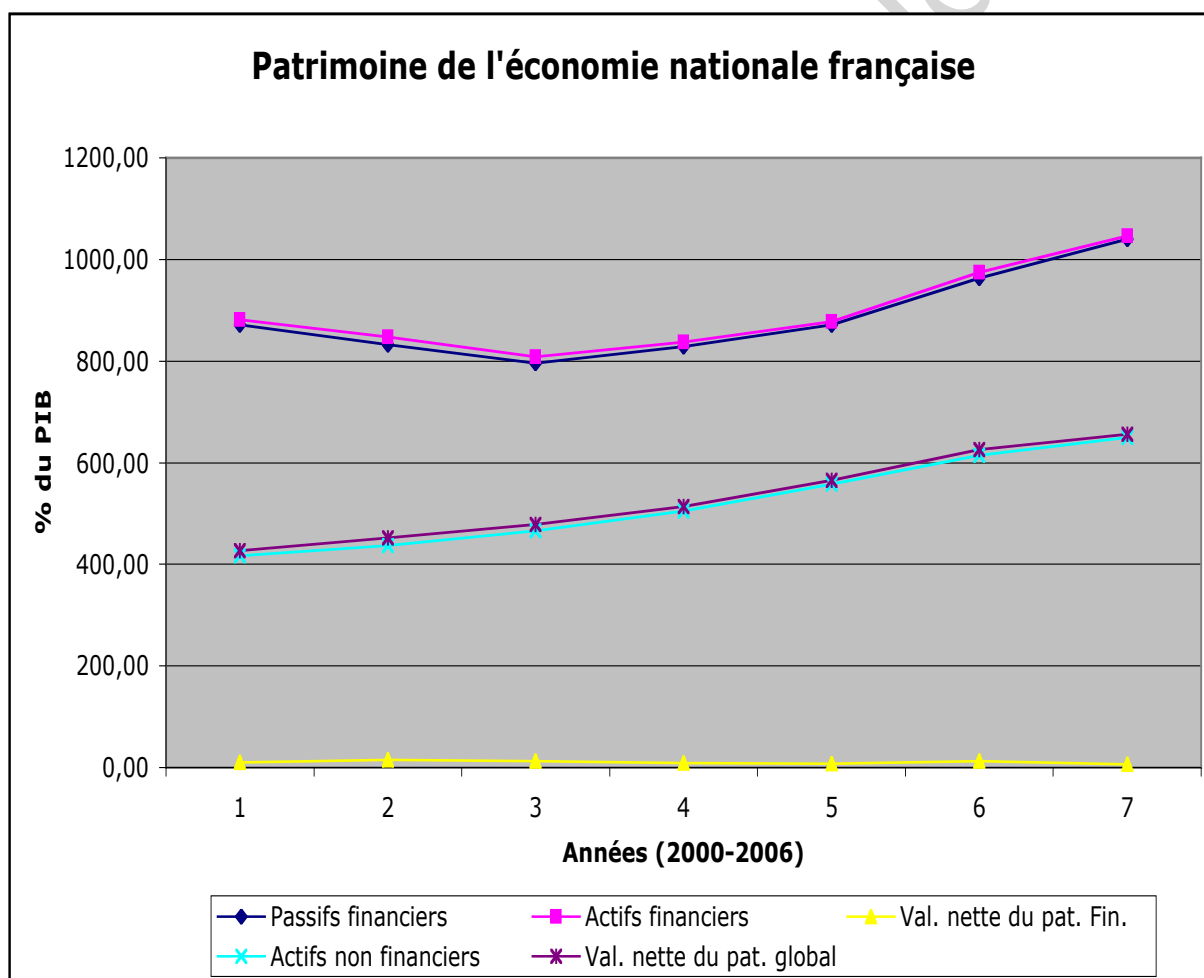


(Source : d'après INSEE)

• **Évolution du patrimoine de l'économie nationale française**
(en milliards d'euros courants, fin d'année, et en % du PIB).

en milliards d'euros courants	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Passifs financiers	12568	12468	12322	13220	14459	16545	18641,6
Actifs financiers	12706	12696	12522	13353	14578	16751	18749,2
Val. nette du pat. Fin.	138,5	228,2	200,6	132,5	119,6	205,9	107,6
Actifs non financiers	6008,9	6547,2	7205,2	8054,3	9268,1	10555	11640,5
Val. nette du pat. global	6147,4	6775,4	7405,8	8186,8	9387,7	10761	11748,1
en % du PIB							
PIB (Mds d'euros)	1441,4	1497,2	1548,6	1594,8	1660,2	1717,9	1792
Passifs financiers	871,90	832,75	795,66	828,96	870,90	963,09	1040,27
Actifs financiers	881,51	847,99	808,61	837,26	878,10	975,07	1046,27
Val. nette du pat. Fin.	9,61	15,24	12,95	8,31	7,20	11,99	6,00
Actifs non financiers	416,88	437,30	465,27	505,04	558,25	614,44	649,58
Val. nette du pat. global	426,49	452,54	478,23	513,34	565,46	626,42	655,59

(Source : d'après INSEE)



Remarque et conclusion : La valeur nette du patrimoine global correspond à la richesse.

La richesse des administrations publiques augmente régulièrement, mis à part le recul subi entre 2001 et 2002. Et la richesse de l'économie nationale tout entière ne cesse d'augmenter sur la période analysée.

• **Le tournant de septembre 2004.**

En *novembre 2003* se joue une sorte de psychodrame : le Conseil des ministres, dominé par les grands pays, en particulier ceux qui comme la France et l'Allemagne ne respectent pas la discipline budgétaire du PSC, décide, contre l'avis des « petits pays », vertueux et contre aussi celui de la Commission, de suspendre les poursuites à engager contre les pays en situation de déficit excessif... Saisie par la Commission, la Cour de Luxembourg prend le *13 juillet 2004* un arrêt rappelant clairement que les pays se doivent de respecter scrupuleusement les règles du PSC. Le psychodrame s'aggrave donc : la situation budgétaire de certains grands pays, la France et l'Allemagne en l'occurrence, force en effet soit ces pays à se plier au PSC (solution 1) soit à modifier celui-ci, avec comme double possibilité d'en modifier le texte (solution 2) ou simplement l'application (solution 3).

Le psychodrame, qui cause à la longue un grave préjudice à la zone euro et à sa monnaie unique, prend fin en septembre 2004.

Le *3 septembre 2004*, « dans une communication adoptée ce jour, la Commission européenne recommande de mieux coordonner les instruments de gouvernance économique de l'UE afin d'accroître la contribution de la politique budgétaire à la croissance économique. Elle est également d'avis qu'il serait bénéfique, pour le pacte de stabilité et de croissance (PSC), d'accorder une plus grande attention à la viabilité des finances publiques et de prendre davantage en considération la diversité des situations économiques dans une Union à 25 élargie. (...) »

En ce qui concerne la coordination et la surveillance des politiques budgétaires, l'objectif est de consolider les fondements économiques du PSC, tout en améliorant son application effective et sa crédibilité. Les principales mesures qui pourraient être prises pour clarifier et améliorer la mise en œuvre du PSC sont les suivantes :

- i) mettre davantage l'accent, dans le cadre de la surveillance des positions budgétaires, sur la viabilité de la dette. Cristalliser l'attention sur le critère de la dette et la viabilité à moyen et long terme suppose de surveiller de plus près l'évolution actuelle de la dette, de même que les facteurs susceptibles d'influer sur sa dynamique à moyen et long terme ;
- ii) tenir davantage compte de la situation de chaque pays dans la définition de l'objectif à moyen terme de positions budgétaires « proches de l'équilibre ou excédentaires » ;
- iii) prendre en considération les conditions économiques et leur évolution dans la mise en œuvre de la procédure concernant les déficits excessifs. Lors de la constatation de l'existence d'un « déficit excessif » et de l'adoption de recommandations et de délais en vue de sa correction, il serait sans doute utile de tenir davantage compte de l'impact sur le budget de périodes de croissance économique exceptionnellement faible ;
- iv) agir plus rapidement afin de corriger les évolutions budgétaires inadéquates. Le processus de surveillance budgétaire devrait permettre de dégager des excédents en période de conjoncture favorable afin de pouvoir faire face aux conséquences du vieillissement démographique, de ménager une marge de manœuvre suffisante pour résister aux ralentissements de l'activité et, enfin, d'assurer un dosage approprié des politiques économiques au cours du cycle.

Enfin, la Commission insiste sur la nécessité d'une forte cohérence entre les objectifs de politique économique et budgétaire de l'Union et, partant, d'une coordination étroite entre les GOPE et le PSC ».

En résumé, la Commission propose de veiller à la soutenabilité de la dette publique en en suivant l'évolution à long terme, plutôt que de surveiller les déficits annuels, et d'accepter que les déficits dépassent la limite fatidique de 3% quand il y a un ralentissement prolongé plutôt qu'une véritable récession. Mais elle demande en contrepartie d'enregistrer les surplus de recettes fiscales que fournissent les phases d'expansion (le fameuses « cagnottes fiscales »), pour mieux préparer l'avenir. (Remarque sur la soutenabilité de la dette publique : cette soutenabilité dépend de la relation entre deux taux, le taux d'intérêt et le taux de croissance. La soutenabilité est difficile à maintenir lorsque le premier est supérieur au second ; et inversement. Le taux d'intérêt a d'autant plus de chances d'être inférieur au taux de croissance que politique monétaire et politique budgétaire vont dans un même sens expansif (policy mix convergent). Ainsi, en période de récession, comme en France dans la deuxième moitié des années 1970, la croissance,

soutenue par l'accroissement des dépenses publiques, se développe dans un contexte de taux d'intérêt orientés à la baisse sous la pression de la politique monétaire).

On s'aperçoit par conséquent que, parmi les trois solutions mentionnées plus haut, c'est la troisième que propose la Commission ; peut-être parce que la solution 1 n'est pas praticable et que la BCE et les pays les plus orthodoxes sont opposés à la solution 2.

Le 10 septembre 2004, les ministres de l'économie et des finances de la zone euro déclarent à l'unanimité, lors d'une réunion à La Haye, que les propositions de la Commission constituent une « bonne base de discussions ».

• L'assouplissement du PSC décidé en mars 2005.

Après l'échec de sa longue réunion du 7 mars, le Conseil des ministres des finances (Écofin) des 25 parvient le 20 mars à un compromis pour améliorer la mise en œuvre du PSC. Les 22 et 23 mars, lors d'un sommet qui se tient à Bruxelles, le Conseil des chefs d'État et de gouvernements de l'UE entérine cette proposition de réforme. Les règles fondamentales de la version initiale du PSC ne sont pas modifiées : les valeurs de référence des 3% et des 60% du PIB comme points d'ancrage de la surveillance de l'évolution du déficit et de la dette des administrations publiques, ainsi que l'objectif à moyen terme d'une position budgétaire « proche de l'équilibre ou excédentaire » sont maintenus. Mais le nouveau pacte prévoit le renforcement du volet préventif. « Le Conseil des ministres estime qu'il conviendrait d'adopter une approche plus symétrique en matière de politique budgétaire sur l'ensemble du cycle, par le biais d'une discipline budgétaire renforcée en période de reprise économique, afin d'éviter les politiques procycliques, et de réaliser progressivement l'objectif à moyen terme, et donc de créer la marge de manœuvre nécessaire pour faire face aux périodes de ralentissement économique et réduire la dette publique à un rythme satisfaisant, ce qui contribuera à la viabilité à long terme des finances publiques (...) Afin que le pacte soit davantage axé sur la croissance, le Conseil est convenu que les réformes structurelles seront prises en considération au moment de définir la trajectoire d'ajustement qui doit conduire à la réalisation de l'objectif à moyen terme pour les pays qui n'ont pas encore atteint cet objectif, et que les pays qui l'ont déjà atteint pourront s'en écarter provisoirement. (...) Seules les réformes majeures qui entraînent directement des économies de coûts à long terme –y compris en renforçant le potentiel de croissance- et qui ont donc une incidence positive vérifiable sur la viabilité à long terme des finances publiques seront prises en compte. (...) Le Conseil est conscient qu'il y a lieu d'accorder une attention particulière à la réforme des pensions consistant à introduire un système à piliers multiples comportant un pilier obligatoire financé par capitalisation.». La version initiale du PSC accepte un dépassement « exceptionnel et temporaire » de la valeur de référence quand il y a une « grave récession économique », c'est-à-dire une baisse annuelle du PIB en termes réels d'au moins 2%. Le nouveau pacte assouplit cette règle : il considère comme exceptionnel « un dépassement de la valeur de référence qui résulte d'un taux de croissance négatif ou d'une baisse cumulative de la production pendant une période prolongée de croissance très faible par rapport au potentiel de croissance ». Le déficit d'un pays ne peut être déclaré excessif s'il consent un effort important pour favoriser la R&D et l'innovation, pour réaliser des investissements publics développant les infrastructures, pour mettre en œuvre les politiques du programme de Lisbonne, pour encourager la « solidarité internationale et la réalisation des buts de politique européenne », ce qui couvre en particulier les versements au budget européen et, pour l'Allemagne, les coûts de la réunification. Le jugement sur l'évolution budgétaire à moyen terme doit prendre en considération « les efforts d'assainissement budgétaire au cours de périodes de conjoncture favorable, la viabilité de la dette, les investissements publics et la qualité globale des finances publiques ». Le délai accordé aux pays pour corriger le déficit excessif passe de 2 à 3 ans suivant son apparition. Le nouveau Pacte insiste davantage que la version initiale sur l'importance de la surveillance de la dette publique et de la viabilité des finances publiques. Au total, on peut dire qu'il y a durcissement du pacte dans son volet préventif et en même temps assouplissement dans son volet répressif.

Les gouvernements, spécialement de la France et de l'Allemagne, sont très satisfaits. Mais la

BCE se dit « sérieusement inquiète » des modifications ainsi introduites dans le PSC. La BCE cherche d'ailleurs à forcer par elle-même les pays à respecter l'orthodoxie budgétaire. En effet, selon le Financial Times du 9 novembre 2005 (voir Le Monde du 11 novembre, p. 14), la BCE a le projet de durcir les règles du jeu concernant les effets éligibles au refinancement des banques commerciales pour sanctionner les États qui sont excessivement déficitaires. Cette réaction de la BCE est très paradoxale dans la mesure où, si les politiques budgétaires permettent à chaque économie nationale, grâce à la révision du PSC, de mieux résoudre ses difficultés spécifiques et favorisent donc la réduction de l'hétérogénéité de la zone euro dans son ensemble, la BCE peut alors mener une politique monétaire débarrassée de la contrainte que constitue précisément pour elle cette hétérogénéité. Il n'empêche que la BCE fait partie (avec le Parlement européen qui dénonce en juin 2005 le laxisme budgétaire des grands pays et avec bien sûr la Commission) de ceux qui estiment que le nouveau Pacte va trop loin dans l'assouplissement de la discipline budgétaire. D'ailleurs, le nouveau PSC est critiqué des deux côtés, car il y a non seulement ceux qui pensent que l'assouplissement va trop loin mais il y a aussi ceux qui estiment que l'assouplissement ne va pas assez loin pour permettre à la croissance européenne de s'approcher de son potentiel.

Remarque : La conjoncture morose des années 2004 et 2005 expose à nouveau certains pays à des déficits excessifs : l'Allemagne, l'Italie et surtout le Portugal dont le déficit public pourrait approcher 7% du PIB : c'est donc une occasion de tester le nouveau PSC... Plus grave est de savoir, grâce aux travaux de la Commission Pébereau, que la dette publique française approche en réalité les 2 000 milliards d'euros si on tient compte des « engagements hors bilan » (en particulier la dette non provisionnée de 900 milliards de retraites de fonctionnaires), ce qui représente 140% du PIB, et que si rien n'est fait, on pourrait avoir une dette en 2050 représentant 400% du PIB...

Dans Le Monde du 16 décembre 2005, l'actuaire Pascal Gobry est encore plus pessimiste parce qu'il considère que la Commission Pébereau minore les engagements de l'État au titre des retraites. Il estime que la dette de l'État doit être proche en définitive de 3 000 milliards, soit près de 200% du PIB !

• Juin 2009 : refus d'un assouplissement supplémentaire du PSC, malgré la crise des subprimes.

La crise des subprimes oblige les gouvernements à mettre en œuvre des plans de relance qui conduisent à des déficits publics considérables et par conséquent à un fort alourdissement du poids des dettes publiques. La France demande par conséquent un nouvel assouplissement du PSC pour tenir compte du « déficit prescrit ». Mais l'Eurogroupe, réuni le 8 juin (2009), refuse sous prétexte que l'assouplissement intervenu en 2005 introduit la distinction entre déficit nominal et déficit structurel et que cela permet déjà de tenir compte des conséquences de la crise. L'Eurogroupe recommande déjà aux gouvernements de restaurer leurs finances publiques dès que la reprise se manifesterait. L'orthodoxie budgétaire des responsables européens, qui s'appuie d'ailleurs non seulement sur le PSC mais aussi sur le jeu de stabilisation automatique des systèmes de protection sociale, n'est pas le seul facteur qui explique la modestie de la réponse européenne par rapport à celle des autorités américaines. Il y a aussi d'une part la crainte du comportement de passager clandestin que peuvent adopter certains pays, surtout que la tentation est forte dans une économie très intégrée comme celle de l'Europe car les retombées d'une relance budgétaire décidée dans un pays peuvent être importantes pour les autres. Il y a d'autre part l'hétérogénéité de l'UE : certains pays sont déjà très endettés et les marchés financiers commencent à faire grimper les spreads. Notons que la crise a aggravé sérieusement cette hétérogénéité. Il y a des pays que la crise a atteints d'une manière similaire qu'aux États-Unis : les économies espagnole, irlandaise et anglaise étaient elles aussi marquées d'un très fort endettement et d'un important déficit extérieur (les nouveaux entrants, les PECO, sont dans une situation encore plus grave, sauf que la balance extérieure qui est concernée est moins la balance des biens et services que celle des capitaux). Par contre, l'économie allemande souffre de la crise

à cause de ses effets récessifs sur ses exportations qui sont le moteur de sa croissance. On peut comprendre que face à une telle hétérogénéité les pays se réfugient dans le chacun pour soi.

Remarquons qu'en octobre 2009, alors qu'apparaissent des signes de reprise, laquelle ne pourra cependant se traduire en tout état de cause en Europe que par une croissance molle, donc fragile, les eurocrates et les responsables comme le Président de l'Eurogroupe et le Président de la BCE s'inquiètent déjà de la manière dont les États réagiront face à la dégradation de leurs finances publiques pour que le PSC retrouve toute sa crédibilité. La question des sanctions refait nettement surface. De plus, la remise en scène du PSC soulève une autre question importante : il ne faudrait pas que l'application d'une discipline budgétaire sévère dans l'ensemble des pays de la zone euro ait plus d'inconvénients que d'avantages. Comme ils l'ont fait pour la mise en œuvre des plans de relance, les États membres doivent réaliser l'assainissement de leurs finances publiques en totale concertation, de façon à ce que le calendrier et l'ampleur de leurs mesures préservent la croissance économique.

Il est sans doute intéressant de faire ici un **rappel plus circonstancié des caractéristiques des politiques économiques menées en Europe depuis la fin de la seconde guerre mondiale.**

Car il apparaît nettement deux périodes bien distinctes.

- La première correspond aux « trente glorieuses » : c'est une phase de croissance soutenue et de plein emploi, mais avec des tensions inflationnistes croissantes. Cette période voit une évolution très parallèle non seulement des performances des économies européennes et de celles des États-Unis mais aussi des politiques économiques menées de part et d'autre de l'Atlantique, c'est-à-dire des politiques expansives. C'est encore le cas à la suite du premier choc pétrolier. Durant ces trente glorieuses, la coordination des politiques économiques européennes ne constitue pas un problème parce qu'elle est réalisée de manière quasi-automatique par les règles strictes du système de Bretton Woods et que de surcroît l'Europe bénéficie encore de marges de compétitivité par rapport aux États-Unis qui lui assurent un avantage comparatif commode pour encore quelques années.
- Mais la situation change radicalement avec le second choc pétrolier de 1979, et avec les années 80 s'ouvre la deuxième période. En effet, l'avantage comparatif qui vient d'être évoqué s'amenuise et il faut aux économies européennes un autre ressort de leur développement : la création du grand marché unique et le développement d'économies d'échelle qui en découlent doivent être ce nouveau ressort. Seulement, la formation d'un tel espace économique, relativement fermé, rend nécessaire une régulation économique à sa dimension. De plus, les années 70 ont vu se multiplier les causes de dysfonctionnement du régime de croissance « taylor-ford-keynésien » si l'on peut dire, avec un essoufflement des normes de production, de consommation et de régulation qui avaient nourri les trente glorieuses. Cela s'est traduit par une inflation de plus en plus élevée et par la mise à bas en l'espace de deux années des trois piliers du système de Bretton Woods : la fixité des changes, la convertibilité du dollar et la coopération internationale pour stabiliser les changes. C'est alors à cette époque que se renverse complètement le carré magique de N. Kaldor : croissance -> récession ; tensions inflationnistes -> forte inflation ; plein emploi -> chômage ; équilibre extérieur -> déficit des paiements) et que se développe la « stagflation ». Face à une telle situation, les responsables des politiques économiques se sentent désarmés. En effet, ils savent manier la politique monétaire restrictive pour lutter contre l'inflation, user d'une politique de change pour rééquilibrer les comptes extérieurs et jouer de la politique budgétaire expansive pour relancer l'emploi ; mais que faire quand il y a concomitance de l'inflation, du déséquilibre extérieur et du chômage ? Comme après le premier choc pétrolier la politique expansive adoptée (relance budgétaire et politique monétaire accommodante) a eu pour conséquences certes de soutenir l'activité mais aussi d'attiser l'inflation, d'alourdir considérablement les déficits publics et de faire supporter l'essentiel de l'ajustement aux entreprises au travers d'une dégradation de leur situation financière, les responsables ne veulent pas répéter une telle politique au lendemain du second choc pétrolier. Pour abattre résolument l'inflation, le président de la Fed Paul Volker mène dès 1979 une politique monétaire d'une rare rigueur monétariste ; ce qui provoque une véritable révolution des taux d'intérêt. Cela entraîne en Europe non seulement une remise en cause totale des économies d'endettement comme l'économie française mais aussi un alourdissement de la dette publique avec l'effet boule de neige (taux d'intérêt > taux de croissance) et un frein aux

investissements, donc un sérieux ralentissement de la croissance et le début de la montée d'un chômage de masse (taux de 11 % au milieu des années 80 contre moins de 6 % avant le déclenchement du second choc pétrolier). La désinflation s'avère ainsi très coûteuse en croissance et en emplois : elle a pour conséquence d'imposer un fort « ratio de sacrifice ». On appelle ratio de sacrifice le coût cumulé en perte de croissance et/ou en hausse du chômage d'une diminution durable d'un point inflation. À partir de données de la période 1985-2004, J. Coffinet, J. Matheron et C. Polly, experts de la Banque de France, estiment que pour la zone euro le ratio de sacrifice est d'environ 1,3 : autrement dit, la réduction durable de l'inflation d'un point aurait un coût de 1,3 point de PIB (voir le Bulletin de janvier 2007 ; consulter aussi dans le Bulletin de juillet 2006 l'article que J. Coffinet consacre aux ratios de sacrifice dans plusieurs pays, en relation avec les rigidités sur le marché du travail).

Une réaction lourde de conséquences de la part des gouvernements européens est de se fixer au cours de ces années du début de la décennie 80 des normes de déficit pour éviter les dangers d'un endettement public excessif. Cela les conduit en effet à adopter une politique budgétaire carrément pro-cyclique ; alors que les États-Unis conservent la logique d'une politique budgétaire contracyclique. De plus, les politiques budgétaires des pays de la zone euro sont moins réactives que celles menées par les États-Unis et par deux pays européens qui sont hors de la zone euro, le Royaume-Uni et la Suède... Les résultats sont patents : l'Europe mettra 7 années pour retrouver le chemin de l'expansion tandis que les États-Unis en mettront seulement 1 ou deux. Plus précisément, les pays européens ont réduit leur solde budgétaire de 3,3 points entre 1979 et 1984, ce qui a entraîné une réduction de leur taux de croissance d'un point et demi par an, donc au total de 7 points. Ce triste résultat s'explique très bien quand on sait que le multiplicateur estimé pour l'ensemble européen est à cette époque de 2,2 environ (alors que pour un pays de la taille de la France, ce multiplicateur n'est que de 1). Avec un effet dépressif pareil, les déficits publics ne peuvent pas diminuer significativement. Heureusement qu'au cours de la deuxième moitié de la décennie 80 les économies peuvent profiter d'un contre-choc pétrolier et que le krach boursier de 1987 force les banques centrales à mener des politiques monétaires expansives : tout cela permet une reprise conjoncturelle, bien soutenue par un climat favorable que créent les politiques conjointes de désinflation et de monnaie forte ainsi que la restauration des marges des entreprises. Mais pour la plupart des pays européens, cette reprise ne dure pas suffisamment pour « effacer » tout le chômage accumulé pendant la première moitié de la décennie.

- La décennie 90 a d'une certaine façon un peu le même profil que la décennie précédente : elle commence en effet par un cycle récessif. Mais alors que les États-Unis, une fois de plus, réagissent par une politique économique résolument expansive (baisse des taux), les pays européens qui calquent leur politique monétaire sur celle de l'Allemagne (ancrage au mark) sont obligés de suivre la hausse des taux allemands qu'impose le choc de la réunification et la seule solution qui leur reste pour limiter le ralentissement est de laisser filer le déficit. D'où en 1993 un creux récessif très important et une envolée des déficits publics. Au lieu d'être une occasion formidable d'expansion, la réunification allemande débouche sur une grave récession. Cela s'explique bel et bien par un mauvais choix de policy mix. Car si l'Europe disposait d'un budget fédéral important, une gestion coopérative de la situation serait possible, avec prise en charge collective du coût de la réunification ; mais ce n'est pas le cas. La seule solution qui devrait s'imposer alors est le traitement d'une telle solution asymétrique par une politique asymétrique : politique restrictive en Allemagne et politique expansive ailleurs, mais avec comme condition de réalisation une réévaluation du mark. Or, un tel réaménagement monétaire n'est pas réalisé, si bien que le SME est soumis à des turbulences au point que l'on est obligé d'élargir les marges de fluctuation à ± 15 %. Et comme vers la fin de la décennie 80, les dernières années de la décennie 90 correspondent à une conjoncture plus favorable et l'explication en est un meilleur policy mix : la politique monétaire fournit des taux bas et la politique budgétaire est moins restrictive, donc l'ensemble est plutôt expansif.

- Mais le début de la décennie 2000 fait à son tour surgir des difficultés conjoncturelles : la croissance redevient molle et le chômage repart à la hausse ; d'où l'accumulation des critiques dont on a parlé à l'encontre du PSC qui, se conjuguant avec la politique restrictive de la BCE,

aboutit à un policy mix défavorable à l'activité et à l'emploi. Il n'est donc pas étonnant de constater avec les années 2000 que progresse nettement le ratio de la dette publique par rapport au PIB de l'Allemagne et de la France alors qu'il avait plutôt diminué dans les dernières années de la décennie précédente : entre 2000 et 2004, ce ratio gagne près de 10 points en France et plus de 5 points en Allemagne pour dépasser ici comme là 65%. C'est aussi avec le tournant des années 2000 qu'augmente le nombre de pays en « déficit excessif ». En 2004, l'Allemagne et la France en sont à 3,7%, la Grèce à 6,1%, l'Italie est sans doute aussi au-dessus de la norme, et en dehors de la zone euro le Royaume-Uni est à 3,2% et la moitié des dix « nouveaux » dépasse le seuil des 3%. Si bien que, en pondérant par le poids économique des pays, c'est une large majorité des pays de l'UE qui se trouve en « déficit excessif ».

- Le milieu des années 2000 est marqué par la crise des subprimes, la hausse des prix du pétrole, des matières premières et des produits alimentaires, et une hausse du taux de change de l'euro par rapport au dollar. Tout cela fait craindre un retour de la stagflation. Peut-être finalement moins aux États-Unis qu'en Europe, même si c'est là-bas que les crises immobilière et financière sont les plus graves. L'explication est dans l'opposition des policy mix : alors qu'aux États-Unis le change et les politiques monétaire et budgétaire sont favorables au soutien de l'activité, c'est le contraire en Europe. Alors pourquoi des politiques aussi différentes face à des circonstances pourtant similaires ? « La réponse la plus évidente est que l'une a un gouvernement et l'autre un système de gouvernance (...) et que les règles d'un système de gouvernance ne peuvent s'appliquer qu'à l'usage des instruments et non aux finalités [alors que] dans une économie gouvernée, les autorités politiques sont davantage comptables des finalités » (J.-P. Fitoussi. Le Monde du 31/5/2008).

- Ce bref résumé de l'histoire économique européenne, en comparant les politiques économiques développées de part et d'autre de l'Atlantique, montre le rôle déterminant du policy mix dans le niveau des performances économiques. Le policy mix pose en réalité deux questions d'importance inégale. Paradoxalement, la question de la qualité intrinsèque du policy mix, c'est-à-dire de son caractère plus ou moins bien adapté à la situation du moment n'est pas la plus importante. Car de toute façon il y a forcément un policy mix réalisé de fait ; et qui peut dire que le mariage d'une politique monétaire unique avec des politiques budgétaires non coordonnées donnerait un résultat forcément moins bon qu'un policy mix inadapté entre une politique monétaire unique et des politiques budgétaires coordonnées ? La question vraiment essentielle est celle de l'élaboration du policy mix. Comme le montre P. Jacquet (rapport du CAE sur « Coordination européenne des politiques économiques » 1998), avec une politique monétaire unique pilotée par une BCE indépendante, le problème de l'élaboration du policy mix ressemble à celui du dilemme du prisonnier. En effet, pour que les gouvernements puissent mener à bien une politique de maîtrise de leurs dépenses publiques et de réduction des déficits, il faudrait que les taux d'intérêt soient le plus bas possible. Or, dans de telles circonstances de finances publiques déséquilibrées, il est peu probable que la Banque centrale mène effectivement une politique de détente monétaire sur ses taux directeurs. Cela pour deux raisons principales : d'abord, parce qu'elle ne serait pas sûre de la réelle volonté des gouvernements de remédier à la situation, ensuite parce qu'elle peut estimer qu'une politique monétaire restrictive constitue au contraire une forte incitation pour les gouvernements à adopter des politiques budgétaires rigoureuses. Mais alors il est fort probable que, si la Banque centrale prend une position aussi intransigeante, les gouvernements auront beaucoup de mal à réaliser leur assainissement budgétaire et que celui-ci sera en tout état de cause non seulement long mais aussi très coûteux en croissance et en emplois.

Pour résoudre la difficulté, l'Europe pourrait s'inspirer de l'expérience américaine sur au moins deux points.

D'une part, il faut réviser le policy mix (au sens traditionnel). Le policy mix américain est non seulement mieux orienté mais il est aussi plus radical : entre 2000 et 2004, les taux directeurs ont été baissés de 5 points contre 2,2 dans la zone euro, la politique budgétaire a provoqué une impulsion de 6,2 points du PIB contre 1,3 point seulement pour la zone euro et les autorités américaines ont laissé le dollar se déprécier de 38% par rapport à l'euro.

D'autre part, il faut mettre en œuvre un policy mix « élargi ». Comme nous l'écrivons dans notre document, proposé également sur ce site, et consacré aux modélisations macroéconomiques,

nous désignons par « policy mix élargi » ou « policy mix supérieur » le « mix » entre politiques conjoncturelles et politiques structurelles ou, dit autrement et de manière plus stricte, entre politiques de demande et politiques d'offre. Cette précision terminologique étant faite, deux remarques doivent être faites. La première concerne, comparativement, la qualité des réactions de la Fed : celle-ci sait en particulier bien réaliser le mix entre sa politique monétaire et la situation structurelle de l'économie américaine. Par exemple, les gains de productivité dégagés par l'utilisation des NTIC ont abaissé le taux de chômage structurel, et la Fed en a tenu compte au travers d'une réduction relativement plus forte de ses taux directeurs. La seconde concerne, comparativement, les insuffisances des politiques macroéconomiques de la zone euro, et ce sur deux plans au moins. D'une part, les politiques conjoncturelles sont comme « en pilote automatique » en ce sens que la BCE a sa politique monétaire soumise à des cibles chiffrées précises et que les gouvernements voient de leur côté leurs politiques budgétaires encadrées par les normes strictes du PSC. D'autre part, tout se passe comme si, constatant l'échec en termes de taux de croissance et de taux de chômage des politiques conjoncturelles menées au sein de la zone euro, les responsables essayaient de trouver de meilleurs remèdes dans des politiques structurelles plus ou moins brutales. La France a sans doute besoin d'un certain nombre de réformes structurelles. Car nos marchés sont en général plus réglementés que ceux de nos principaux partenaires. L'OCDE mesure sur une échelle de 1 à 6, l'indice évaluant le degré de réglementation sur les marchés du travail et sur les marchés des biens et services.

Nous proposons le tableau suivant pour résumer l'évolution entre 1998 et 2003 de plusieurs de ces indices, pour la France, l'UE 15 et l'OCDE. Pour plus de précisions, nous renvoyons directement aux documents de l'OCDE, accessibles facilement sur Internet.

INDICES	France		UE 15		OCDE	
	1998	2003	1998	2003	1998	2003
« Rigueur de la législation sur la protection de l'emploi pour l'emploi régulier »	2,5	2,5	2,6	2,4	2,2	2,1
« Rigueur de la législation sur la protection de l'emploi pour l'emploi temporaire »	3,6	3,6	2,2	2	1,9	1,8
« Rigueur de la réglementation des marchés de produits dans l'ensemble de l'économie »	2,5	1,7	1,8	1,3	2,1	1,5
« Rigueur de la réglementation ayant un impact sur les comportements économiques »	3	2,2	2,9	2,1	2,7	1,9
« Contrôle étatique sur les activités des entreprises »	3,5	3,3	3,2	2,6	3	2,4
« Fardeau réglementaire qui pèse sur le fonctionnement des entreprises »	3,1	1,9	2,9	1,9	2,7	1,8

Ce tableau prouve qu'en France les marchés du travail et de biens et services sont davantage réglementés qu'en moyenne à la fois dans l'UE des 15 et a fortiori dans l'OCDE.

Selon l'OCDE, l'amélioration du fonctionnement du marché du travail français passe par plusieurs mesures (voir le document de travail de S. Jamet de juillet 2006) :

- refonder la législation pour la protection de l'emploi (avec en particulier un contrat permanent de travail unique mais soumis à une protection de l'emploi moins stricte, la réduction du coût de l'obligation de reclassement des salariés licenciés et la révision de la contribution Delalande),
- donner aux employeurs et aux salariés la possibilité de négocier la durée du travail, continuer la réduction du coût du travail non qualifié et du travail à temps partiel (en

veillant à l'efficacité des réductions de charges sociales et en limitant les hausses du SMIC et en évitant les « coups de pouce »),

- améliorer l'efficacité du service public de l'emploi (en coordonnant mieux les actions de l'ANPE et de l'UNEDIC, en mettant en œuvre le principe du « guichet unique » pour les chômeurs et en assurant mieux le suivi de la recherche d'emploi),
- continuer à réduire les trappes à inactivité, en particulier en remettant en cause tous les dispositifs qui peuvent être désincitatifs pour le retour à l'emploi.

Selon toujours l'OCDE, les marchés de biens et services sont en France, eux aussi, plus réglementés que la moyenne au sein de l'OCDE, et cela dans plusieurs directions :

- le contrôle et la participation de l'État dans le capital des entreprises ainsi que dans les industries de réseau et les marchés de l'énergie,
- les obstacles à l'entrepreneuriat, à la création d'entreprise, au commerce et à l'investissement,
- les barrières à l'entrée de certains secteurs industriels,
- la réglementation de nombreux services professionnels,
- le degré de concentration dans l'industrie, la banque, l'assurance et le commerce,
- le contrôle des prix,
- le droit de la faillite.

Il est proposé de développer tout ce qui peut renforcer les pressions concurrentielles : en particulier l'assouplissement de la réglementation à la fois au niveau global et au niveau sectoriel, et plus spécialement dans le secteur de la distribution de détail, la lutte contre les pratiques anticoncurrentielles et le contrôle des fusions, la distinction nette au sein des industries de réseau entre les activités concurrentielles et celles qui correspondent à un monopole naturel, la réduction des participations de l'État et de tout ce qui peut nuire aux investissements internationaux.

Mais si des politiques structurelles sont donc nécessaires, elles ne peuvent être suffisantes car elles ont besoin pour réussir d'une forte croissance, et par conséquent de vigoureuses politiques conjoncturelles. Il apparaît donc indispensable de privilégier la définition d'un mix adapté entre politiques conjoncturelles et politiques structurelles.

C'est bien à la condition de réaliser un « policy mix élargi » pertinent que l'Europe en général et la France en particulier pourront réaliser les deux seuls objectifs qui vailtent en définitive : l'attractivité des territoires (A) et la compétitivité des entreprises (C). Car le slogan pourrait être : « **nous n'avons pas assez d'AC !** ». Attractivité et compétitivité sont liées mais ne se confondent pas comme il est important de le montrer. L'attractivité d'un territoire est sa capacité à attirer des activités nouvelles et les facteurs de production mobiles que sont le capital et le travail qualifié. La compétitivité des entreprises correspond à leur capacité à maintenir et même à accroître leurs parts de marché à la fois au niveau du marché intérieur et à celui des marchés étrangers, tout en préservant et même en améliorant le niveau de vie des nationaux. Mais il s'agit là de la compétitivité « ex post », et il convient de distinguer la compétitivité « ex ante » qui regroupe les différents facteurs qui déterminent cette compétitivité « ex post ». On peut dire que l'attractivité constitue le facteur essentiel de la compétitivité « ex ante ». Et parmi les déterminants de l'attractivité elle-même on retrouve les différents facteurs que John H. Dunning place dans le « L » de son paradigme « OLI » (Ownership advantages, *Localisation* advantages, Internalisation advantages) pour expliquer les investissements internationaux et la multinationalisation des firmes. Il y a tout à la fois la qualité des infrastructures (transports, communication, santé, éducation, ...), la qualité du capital humain et des ressources naturelles, l'accès aux ressources financières, et l'action de l'Etat au travers de la pertinence de ses politiques macroéconomiques, de sa capacité à créer de nouvelles opportunités technologiques, de la structure de son système fiscal, des subventions qu'il peut accorder et de la stabilité de ses institutions. Si, dans le cadre de la mondialisation actuelle, « nous n'avons pas assez d'AC », cela signifie-t-il pour autant que notre « modèle social » est condamné comme certains le craignent ? Nous pensons qu'il y a en réalité une forte relation de causalité circulaire entre « AC » et modèle social. En définissant le modèle social comme l'ensemble des principes, des

règles et des institutions qui concernent le marché du travail, le système de protection sociale et le système de formation, on comprend que le modèle social français soit un facteur important d'attractivité ; et qu'en même temps il est nécessaire que notre territoire soit attractif et que nos entreprises soient compétitives pour être en mesure de préserver notre modèle social. Mais pour cela, il faut consentir un minimum d'adaptations de notre État-providence et de l'interventionnisme étatique. Il faut en effet faire les réformes indispensables en matière de retraite, de dépenses de maladie, de maîtrise des finances publiques, et œuvrer pour que la France et l'Europe constituent, comme les autres pôles de l'économie mondiale, un « level playing field », c'est-à-dire, pour reprendre les explications de Ch.-A. Michalet (in « Mondialisation, la grande rupture », La Découverte, 2007), un terrain de jeu homologué, un terrain de manœuvres stratégiques homogène, où les règles sont les mêmes pour tous les compétiteurs, où donc la circulation des biens et services, des capitaux, des investissements et des hommes peut se faire sans entraves. C'est ainsi que la France et l'Europe feront valoir leurs avantages spécifiques dans la nouvelle DIT, c'est-à-dire dans une économie mondiale qui se caractérise aujourd'hui par la désintégration verticale des processus de production et de la chaîne de valeur.

Remarques :

1) L'Institute for Management Development (IMD), qui, à partir de 200 indicateurs établit un classement des différents pays selon leur compétitivité depuis 1989, classe la France pour 2007 au 28^{ème} rang. Selon cet organisme réputé, pour qu'il améliore ses performances, notre pays doit se fixer 5 défis : attirer plus de talents, simplifier la fiscalité et assouplir le marché du travail, investir davantage en R&D, multiplier les pôles de compétitivité et améliorer son image à l'extérieur.

2) Pour l'instant, l'Europe est plutôt spécialisée dans les produits de haut de gamme des secteurs « anciens » alors que les États-Unis le sont dans les produits de haut de gamme des secteurs des nouvelles technologies. La spécialisation européenne est jouable puisque la mondialisation va augmenter la demande solvable dans les pays émergents, mais comme cette mondialisation va aussi centrer la compétition internationale sur le savoir, on ne peut absolument pas faire, en Europe et a fortiori en France, l'économie d'une réforme profonde et rapide de l'enseignement supérieur et de la recherche.

3) Remarque sur les facteurs explicatifs du différentiel de croissance entre les États-Unis et la zone euro jusqu'en 2007.

Quand on consulte les statistiques, il apparaît que sur les douze dernières années, ce différentiel de croissance est en faveur de la zone euro seulement 1 trimestre sur 5 en moyenne. Alors que sur la période 1999-2001, les taux de croissance annuels sont voisins (2,9% aux États-Unis, 2,1% pour la zone euro), ils divergent nettement sur la période suivante, entre 2002-2004 (3,1% aux États-Unis, 1,1% pour la zone euro). Avec un indice 100 en 2000, la demande intérieure atteint aux États-Unis comme d'ailleurs aussi au Royaume-Uni l'indice 117 au début de 2005 tandis que celle de la zone euro dépasse à peine l'indice 106.

Les facteurs explicatifs peuvent être classés en facteurs structurels et en facteurs conjoncturels.

Les facteurs structurels se résument pour l'essentiel dans le taux de croissance potentielle. Rappelons d'abord que la croissance potentielle est la « vitesse limite » de la croissance, compte tenu des facteurs de production dont dispose l'économie nationale considérée et de la productivité de ses facteurs : en deçà de cette « vitesse limite » il y a sous utilisation des possibilités de production, autrement dit chômage, et au-delà il y a surchauffe, autrement dit inflation. Cela dit, d'après les calculs de l'OCDE, le taux annuel moyen de la croissance potentielle des États-Unis a progressé de 3 % entre 1982 et 1991 à 3,3 % en 1992 et 2001, alors que celle de la zone euro il a diminué de 2,7 % à 2,1 %. Ce contraste se retrouve au niveau des trois principales variables dont dépend directement le taux de croissance potentielle : l'emploi (dont l'évolution est elle-même liée à celle de la population active et à celle des taux d'emploi), la productivité du travail et la croissance du stock de capital. Ces variables dépendent elles-mêmes directement ou indirectement des investissements en matière de recherche-développement, d'innovation, d'éducation en général

et d'enseignement supérieur en particulier. De surcroît, les évolutions sont spécialement défavorables pour l'Allemagne et l'Italie qui représentent près de 50 % du PIB de la zone euro. Dans ses projections pour les années à venir, l'OCDE prévoit même plutôt une aggravation de l'écart entre le taux de croissance potentielle de la zone euro, qui serait de 1,9 %, et celui des États-Unis qui se maintiendrait à 3,3 %. Parmi les facteurs conjoncturels, jouent bien sûr la valeur de l'euro par rapport au dollar, le prix des matières premières, au premier rang desquelles se trouve le pétrole, et la conjoncture mondiale en général. Mais il faut insister sur le rôle qu'a aussi la vitesse de réaction des différents agents économiques aux fluctuations conjoncturelles. Le fait que la réactivité des agents économiques soit différente de part et d'autre de l'Atlantique explique en grande partie l'asymétrie constatée dans le fait que lorsque la conjoncture mondiale s'améliore l'Europe a du mal à en profiter alors que lorsque cette conjoncture devient mauvaise, elle en subit rapidement les conséquences négatives. Le manque de réactivité des agents économiques concerne comme il a été montré précédemment les autorités gouvernementales et monétaires à propos de la qualité du policy mix. Il concerne aussi les agents privés : les entreprises dans leur politique d'investissement et d'endettement et les ménages dans l'évolution de leur consommation, bridée en Europe par une forte rigidité à la baisse du taux d'épargne, pourtant bien supérieur à celui des ménages américains.

Remarque dans la remarque, sur la croissance française. La période des « trente glorieuses » a été celle d'un rattrapage –partiel- des niveaux de vie américain et japonais : le revenu par habitant (PIB par habitant, calculé en dollars de PPA) est de 60% du revenu par habitant aux États-Unis et de 80% au début des années 1970. Mais au cours des deux décennies suivantes, le rattrapage s'arrête et même régresse à partir de la décennie 1990 : le pourcentage est d'environ 75% en 2004. Cela explique que pour certains le début du 21^{ème} siècle marque pour la France un certain déclin économique. Il faut reconnaître que notre économie enregistre un décrochage en termes de rythme de croissance en général (son taux de croissance potentielle stagne à 2%, ce qui est non seulement inférieur à la moyenne européenne mais ce qui est significativement plus faible que le 3% qu'il faudrait pour réduire substantiellement le chômage, pour rétablir nos finances publiques et pour sauvegarder notre système de protection sociale), et de commerce extérieur en particulier, ce qui révèle de manière nette une perte dangereuse de compétitivité.

• La réforme de septembre 2011.

Dans un contexte très difficile pour la zone euro, à cause en particulier de la crise des dettes souveraines, et après de très longues tractations, un accord est obtenu entre les États membres et le Parlement sur la gouvernance économique en général et sur la réforme du PSC en particulier. Le « paquet législatif pour la gouvernance économique » est voté par le Parlement fin septembre 2011.

Ce paquet comporte 6 textes :

- Un règlement modifiant la base législative du volet préventif du PSC à partir du nouveau concept de « politique budgétaire prudente », et qui donne à la Commission la possibilité d'adresser un avertissement aux États membres qui s'écarteraient d'une telle politique.
- Un règlement modifiant la base législative du volet correctif du PSC, en donnant plus d'importance à l'évolution de la dette dans la décision d'engager la procédure concernant les déficits excessifs : la limite des 60% du PIB de dette publique est placée sur le même plan que celle du déficit public, de 3% du PIB.
- Un règlement sur la mise en œuvre efficace de la surveillance budgétaire qui prévoit en particulier l'obligation de constituer un dépôt rémunéré en cas de politique budgétaire non prudente et un dépôt non rémunéré en cas de déficit excessif.
- La mise en place d'un mécanisme à « la majorité inversée » pour imposer les sanctions (une sanction sera décidée à moins que le Conseil ne la rejette à la majorité qualifiée).
- Une nouvelle directive du Conseil impose aux pays d'adapter leurs cadres budgétaires aux exigences du PSC.

• **Le renforcement de février 2013.**

Le mercredi 20, compromis entre le Parlement européen et le Conseil européen sur le « two-pack » : le PSC, déjà modifié en septembre 2011, est complété par la possibilité donnée au Commissaire chargé des affaires économiques de demander aux gouvernements dont les finances publiques sont en déficit excessif de modifier leur projet de budget avant de passer devant les parlements nationaux

SECTION VI : L'EURO APPORTE-T-IL SUR LE PLAN MICROÉCONOMIQUE PLUS D'AVANTAGES QUE D'INCONVÉNIENTS ?

SOUS-SECTION 1 : L'euro apporte-t-il plus d'avantages que d'inconvénients aux marchés de capitaux ?

§1) OUI :

Oui tout spécialement pour le marché monétaire interbancaire dont l'intégration est indispensable pour la mise en œuvre de la politique monétaire, et aussi pour le marché obligataire parce que les opérateurs bénéficient de la suppression de la conversion monétaire et d'un accès plus concurrentiel et élargi à l'ensemble des marchés nationaux qui, malgré un certain décloisonnement, gardent des spécificités institutionnelles. L'appel aux capitaux des investisseurs de 12 pays (13 pays depuis l'entrée de la Slovaquie en 2007) peut se faire par le biais d'une seule et même opération : il y a accroissement de la taille des émissions obligataires. Le compartiment des obligations privées connaît un boom lors du lancement de l'euro mais se stabilise. Les investisseurs institutionnels des différents pays européens ont accru le volume des titres libellés en euros. Depuis le lancement de l'euro, deux compartiments connaissent un important développement : le marché des dérivés de taux d'intérêt et le marché des titres publics. Le développement du marché des titres publics est non seulement quantitatif mais aussi qualitatif du fait que la concurrence entre les États pousse à l'innovation financière, ce qui profite à l'ensemble des investisseurs. Par ailleurs, les taux doivent se rapprocher mais des différences subsisteront tant que les critères de convergence n'auront pas suffisamment réduit les écarts d'endettement entre les différents États membres. En ce qui concerne le marché des actions, son intégration est encore faible et la consolidation des places financières, surtout si elle est plus transatlantique qu'européenne, a peu de chances d'accélérer le mouvement.

Le sommet de Lisbonne de 2000 adopte le « Plan d'Action des services financiers » (PASF) pour réaliser à l'horizon 2005 l'intégration financière de l'Europe et la Commission européenne en assure le suivi (elle publie en décembre 2005 un livre blanc pour la période 2005-2010). Plusieurs études estiment qu'une meilleure intégration financière serait très profitable pour la croissance européenne. Ainsi, la London Economics évalue à 1,1% de croissance supplémentaire du PIB réel la conséquence de cette intégration, grâce à la baisse des coûts de financement des entreprises, et à 0,5% celle pour l'emploi. Pour la Commission européenne (travaux d'auteurs comme Giannetti), une intégration financière des marchés de capitaux européens au même niveau que ceux des États-Unis pourrait élever le taux de croissance de l'industrie européenne de près de 1 point par an.

§2) MAIS :

Plusieurs facteurs négatifs peuvent être listés :

A- Avec la monnaie unique, les marchés des changes européens vont enregistrer mécaniquement une forte réduction du volume de leurs transactions, celles qui concernaient les conversions entre monnaies européennes (les changes FRF/DEM représentent actuellement 25% des transactions sur la place de Paris).

B- Le marché monétaire interbancaire devient unique au niveau européen, avec une gestion décentralisée mais sous les seules directives de la B.C.E.. Nous avons déjà souligné la difficulté que peut causer la réduction d'émission de titres publics sur ce marché, dans le cadre du respect des critères budgétaires. De plus, les autres compartiments du marché monétaire, ceux des billets de

trésorerie et des certificats de dépôts sont encore très peu intégrés, et c'est encore plus manifeste pour le secteur des pensions.

C- La réduction de l'endettement public est aussi l'occasion d'une diminution des transactions sur le marché obligataire. Les fonds de pension seront-ils un facteur de rééquilibrage et même de développement des marchés financiers ?

D- La taille plus grande des émissions obligataires a pour conséquence la mainmise d'un nombre restreint d'établissements puissants sur le marché.

E- L'intégration des marchés financiers de gros est bien avancée mais de manière assez inégale selon les compartiments : les marchés d'actions et les marchés d'instruments adossés à des titres sont moins intégrés que les autres à cause pour les premiers de la fragmentation des systèmes de compensation et de règlement et pour les seconds de législations différentes. L'intégration des marchés financiers de détail est moins avancée. Les différentes vagues de concentrations dans le secteur bancaire constituent certes un vigoureux accélérateur de l'intégration financière mais les banques restent encore très liées à leur appartenance nationale : il est encore plus facile pour elles de créer dans les autres États membres des filiales que des agences, ce qui est moins efficace.

F- Le passage d'une Union monétaire à une Union financière est ralenti par deux insuffisances : celle du développement des marchés financiers européens, comparativement à la situation américaine, et celle du contrôle prudentiel qui doit gérer les risques transfrontaliers. Le fait que la Commission se limite dans son livre blanc de 2005 à l'application et à l'amélioration de la législation existante est une preuve de la difficulté qu'il y a actuellement à réaliser l'intégration financière de l'Union européenne.

G- Le fait que la fiscalité de l'épargne ne soit pas la même dans les différents pays a des effets pervers et pousse à la multiplication des "produits miracles".

H- Les marchés à terme peuvent souffrir de la suppression du risque de change intraeuropéen.

Remarque : Le fait que la sphère financière soit la seule où a été retenu un scénario de "big bang" pour le passage à l'euro est une raison mais pas la seule qui rend pressante la question de la constitution d'une bourse européenne. Parmi les autres facteurs qui justifient la promotion rapide d'une bourse européenne, citons en particulier :

- Les relations complexes de compétition-coopération entre les Bourses nationales. C'est ainsi qu'en réponse à un accord d'alliance en juillet 98 entre les places de Francfort et de Londres, la Bourse de Paris propose en novembre 98 la création d'un marché paneuropéen des actions, tentant ainsi de transformer un dialogue bipolaire en une discussion multipolaire. Huit Bourses européennes (Londres, Francfort, Paris, Amsterdam, Milan, Madrid, Zurich et Bruxelles) envisagent pour l'an 2000 une alliance avec la constitution d'une société commune disposant d'une seule plate-forme de transactions. Cela aboutirait au troisième bloc avec une capitalisation boursière de 6710 milliards de dollars en novembre 98, après le marché américain (9930 milliards \$) et avant le bloc de l'Asie pacifique (3650 milliards \$).

- En septembre 2000 est créé Euronext, holding de droit néerlandais, qui est la Bourse paneuropéenne née de la fusion des bourses d'actions et produits dérivés de Paris, Amsterdam, Bruxelles et Lisbonne (et de Londres pour les seuls produits dérivés). Euronext Paris, entité française d'Euronext NV, est l'entreprise de marché qui gère les marchés de la Bourse de Paris. Elle assure les fonctions suivantes :

- . gestion des systèmes informatiques de cotation : enregistrement des négociations entre membres de la bourse, via une chambre de compensation qui garantit paiement et livraison des titres ;
- . gestion de l'adhésion des membres, de l'admission et de la radiation des valeurs ;
- . diffusion des informations boursières et des conditions d'exécution des négociations ;
- . promotion du marché auprès des émetteurs ou des investisseurs.

En 2006, Euronext envisage une nouvelle alliance, mais il est question de savoir si cette alliance doit plutôt se faire avec le NYSE ou avec la Deutsche Börse...

C'est la première solution qui est adoptée, sans doute pour des raisons techniques, mais il n'empêche que cette fusion entre Euronext et le NYSE est d'une certaine façon la marque du succès de la mondialisation et de l'échec de l'Europe. C'est le 4 avril 2007 qu'est cotée pour la première fois la nouvelle société holding « NYSE Euronext ». Ainsi est constitué le plus grand et le plus liquide groupe boursier mondial, avec l'offre de produits et de services financiers la plus diversifiée.

- L'ampleur des mouvements de concentrations, de fusions et autres absorptions entre entreprises de l'U.E.

- Pour le marché financier, les différents intervenants et la macroéconomie européenne, un affichage européen présente un grand intérêt commercial en termes à la fois d'efficacité, de lisibilité, de visibilité, de crédibilité et donc de croissance.

SOUS-SECTION 2 : L'euro apporte-t-il plus d'avantages que d'inconvénients aux banques ?

§1) OUI :

Oui parce que l'U.E.M. donne aux banques l'opportunité d'économies d'échelle importantes avec un élargissement de leur clientèle et un accroissement du volume de leurs opérations :

- A- Augmentation des produits bancaires grâce à la disparition du risque de change qui peut favoriser les transactions sur titres financiers et sur devises, surtout si l'euro prend le statut de monnaie internationale.

- B- Accroissement du volume d'opérations grâce à la réduction du coût d'intermédiation, lui-même étant la conséquence d'une part de la désintermédiation et de la titrisation et d'autre part de la plus grande mobilité des capitaux qui accroît la concurrence et conduit à un alignement sur les conditions de taux d'intérêt les plus favorables.

§2) MAIS :

La monnaie unique impose aux banques des coûts supplémentaires :

- A- Coût de l'adaptation du système de paiement (gestion des comptes, comptabilité, système informatique : par exemple, la BNP a dû réviser l'un après l'autre ses 60 000 programmes informatiques et y a fait travailler à plein temps 500 personnes). De surcroît, s'ajoutent au coût du passage proprement dit à l'euro les coûts liés à toute la période transitoire et qui sont d'autant plus élevés que les banques cherchent à ménager le maximum de flexibilité pour leur clientèle (par exemple la double billetterie et l'édition des divers documents en francs et en euros).

- B- Coût de l'harmonisation de la réglementation bancaire, notamment en matière de rémunération des comptes de dépôt et de non-gratuité des chèques : les banques françaises, qui ont en la matière des marges supérieures à leurs consœurs européennes, auront à supporter un coût spécifique. Les banques françaises ne sont donc pas pressées de remettre en cause l'équilibre actuel du "ni-ni" (ni rémunération des comptes bancaires ni tarification des chèques) mais vont devoir inciter leurs clients à modifier progressivement leur comportement (en moyenne, les Français utilisent individuellement 80 à 100 chèques chaque année contre moins de 10 dans le reste de l'Europe), en accélérant le passage d'une logique de tarification à l'opération à une logique de tarification par client.

- C- Coûts d'information de la clientèle et de formation du personnel.

- D- Manque à gagner sur certaines opérations, à commencer par celles de conversion.

- E- Le décroisement des marchés financiers au niveau européen accentue le mouvement de désintermédiation des financements.

- F- La concurrence bancaire devient plus intense, ce qui donne une prime à celles qui sont les plus compétitives et aboutit à de nombreuses concentrations.

- G- L'euro peut perturber pendant un certain temps les transactions entre les banques : cohabitent en effet aujourd'hui plusieurs systèmes de règlements nationaux avec deux systèmes de

règlements transfrontaliers : l'ABE (Association des banques pour l'euro, qui assure le paiement de sommes nettes) et Target (Interconnexion des systèmes de règlements auprès des banques centrales, qui assure le paiement de sommes brutes).

H- Par ailleurs, l'UEM fait émerger une composante spécifiquement européenne du risque systémique : se pose alors la double question du prêteur de dernier ressort et de l'assureur ultime. C'est à la BCE que revient logiquement le rôle de PDR ; le traité de Maastricht évoque pourtant à peine la responsabilité de la BCE en matière prudentielle et ne dit rien sur la coordination supranationale des décisions en matière bancaire qu'elle pourrait assurer. Et quant au rôle d'assureur ultime, on ne voit qui pourra le remplir au niveau européen puisqu'il est normalement assuré par l'État, autrement dit par les contribuables...

SOUS-SECTION 3 : L'euro apporte-t-il plus d'avantages que d'inconvénients aux entreprises ?

§1) OUI :

Oui parce que la monnaie unique est pour les entreprises une opportunité :

A- La monnaie unique emporte la suppression de tous les coûts de conversion et de couverture de risque de change liés aux opérations de commerce intraeuropéen (qui représente pour les entreprises françaises 60% de leurs exportations et importations).

B- Suite à la suppression du risque de change entre monnaies européennes, il y a amélioration de l'environnement décisionnel des entreprises qui peut laisser espérer une reprise vigoureuse de l'investissement.

C- Les entreprises ont moins de problèmes de gestion de trésorerie en devises et de manière plus générale moins de difficultés à gérer les opérations de commerce international sur le plan européen ; et par conséquent davantage de facilité à concevoir une stratégie à l'échelle de l'Europe. Cet argument est spécialement important pour les P.M.E..

D- Enfin, il y a le gain que les entreprises peuvent retirer de l'intensification de la concurrence entre établissements financiers et entre marché financiers ainsi que de la baisse des taux d'intérêt que l'on peut attendre.

§2) MAIS :

Le passage à l'euro est en même temps pour les entreprises cause de coûts élevés d'adaptation :

A- Les coûts d'adaptation des systèmes comptables, de la gestion de trésorerie et des contrats, de l'informatique.

B- Les coûts administratifs de la détermination des prix en euro et du double affichage des prix.

C- Les coûts de formation du personnel.

D- L'euro pose un problème spécifique aux entreprises dont les produits sont à prix unitaire très faible (comme par exemple dans la quincaillerie). Exprimés en euro, ces prix peuvent être inférieurs au centime, ce qui conduit les entreprises concernées à modifier leur conditionnement : non seulement, cela entraîne des coûts supplémentaires qui peuvent être importants mais aussi cela aboutit à répondre à la demande de manière moins adaptée.

E- L'euro pose aussi un problème spécifique aux entreprises spécialisées dans le change de devises : pour la France, le syndicat national des changeurs et auxiliaires financiers estime qu'il y aurait en 2005 au maximum 800 bureaux de change contre 2000 en 2001. Cette profession est donc particulièrement touchée et cela d'autant plus que la reconversion est difficile. Les banques, qui effectuent à peu près 60% du change, constatent elles aussi une réduction d'environ la moitié de cette activité. Ce mouvement s'amplifiera quand les pays de l'Est entreront dans la zone euro. En définitive, la question qui se pose est celle de la vitesse de diffusion de l'euro dans le monde des entreprises : certains estiment qu'elle sera plus grande qu'on ne l'imagine, parce que l'adoption de

l'euro constitue un avantage concurrentiel important et que les entreprises qui adoptent l'euro exercent sur celles qui sont hésitantes des effets d'imitation et d'entraînement ; c'est en particulier le cas des PME, pressées par les grands groupes dans les réseaux desquels leurs activités s'inscrivent.

SOUS-SECTION 4 : L'euro apporte-t-il plus d'avantages que d'inconvénients aux ménages ?

§1) OUI :

Les ménages peuvent espérer plusieurs avantages du passage à la monnaie unique :

A- Des avantages évidents pour les touristes et tous ceux qui, par leur métier comme les routiers, les représentants, sont confrontés aux problèmes et aux coûts de conversion entre devises européennes (remarquons cependant que les banques et bureaux de change imposent malgré tout des commissions de service très élevées, comme pour récupérer le manque à gagner qu'entraîne l'introduction de l'euro sur les opérations de conversion ; ce qui conduit Wim Duisenberg à réagir dès le 18 janvier 1999 et à souhaiter que la concurrence aboutisse rapidement à la réduction de ces commissions).

B- Un avantage tiré de la plus intense concurrence que vont se livrer dans l'espace européen les entreprises pour élargir leur clientèle et les banques pour développer leurs produits d'épargne. Des mouvements de baisse de prix peuvent résulter de cette intensification de la concurrence dès lors que les coûts de transaction et de transport ne sont pas élevés, ce qui est spécialement le cas avec le cybercommerce. Par ailleurs, l'euro doit faciliter la comparaison des prix d'un pays à l'autre mais cette comparaison restera biaisée tant que subsisteront de fortes divergences fiscales.

Les différentes études faites sur cette thématique (voir en particulier la revue « Économie et statistique n°435-436 de 2010) montrent que la mise en place de l'euro n'a pas d'effet significatif sur la dispersion des prix dans la zone, ne serait-ce que parce que la distance et les coûts de transport restent de sérieux obstacles aux comportements d'arbitrage, mais qu'elle a réduit un peu les stratégies de discrimination par les prix des plus grandes entreprises.

C- Un euro stable peut être favorable à la défense du pouvoir d'achat du revenu et de l'épargne des ménages.

D- Le passage à l'euro se fait en réalité en trois étapes de lancement au moins, et chacune apporte aux consommateurs son lot d'avantages. La première est celle du lancement de l'euro financier et scriptural (1/1/1999), la seconde celle du lancement de l'euro fiduciaire avec les billets et les pièces (1/1/2002) et la troisième est celle du lancement du projet SEPA en juin 2002. Les principes d'émission et de traitement des moyens de paiement scripturaux (virements, prélèvements, cartes) doivent être standardisés, non seulement au niveau de la zone euro mais à celui de toute l'Union européenne et même de l'Islande, du Lichtenstein, de la Norvège et de la Suisse, soit 31 pays au total. Entre 2008 et 2012 est prévue une période transitoire pendant laquelle les instruments de paiement SEPA et les instruments nationaux coexisteront. Le 28 janvier 2008, lancement du virement SEPA, dit SEPA Credit Transfer –SCT-, pour remplacer le virement national ainsi que le virement européen. Fin 2009, lancement du prélèvement SEPA, dit SEPA Direct Debit –SDD-, pour remplacer les prélèvements nationaux. Fin 2012, possibilité d'utiliser toutes les cartes émises par les banques dans la zone SEPA, en conformité avec le SEPA Card Framework –SCF. Après la période transitoire, seuls les instruments SEPA pourront être utilisés. Indiquons qu'en 2007 les statistiques sur les moyens de paiement étaient les suivantes :

% du total des moyens de paiement	Union européenne	France
<i>Carte bancaire</i>	37	39,8
<i>Virement</i>	28	16,9
<i>Prélèvement</i>	25	18,9

§2) MAIS :

La monnaie unique peut exiger des ménages un effort d'adaptation encore plus important que pour les autres agents quand on se souvient en particulier des difficultés qu'ont eues certains Français pour s'habituer au "nouveau franc", à moins que le passage à l'euro se fasse au contraire plus franchement parce que paradoxalement il est moins facile de conserver un lien arithmétique entre la valeur du franc et celle de l'euro qu'entre l'ancien et le nouveau francs. D'ailleurs, cela en amène certains à regretter que l'on ne profite pas de l'"europhorie" pour avancer la date de mise en circulation des billets et des pièces en euros : en rendant l'euro "palpable" le plus rapidement possible, on peut éviter un sentiment de frustration et une trop longue "schizophrénie monétaire" (dans les deux mois suivant le lancement de l'euro, Carrefour estime que 0,1 % de son chiffre d'affaires est réalisé en euros, Monoprix-Prisunic compte 80 règlements en euros, etc...). Mais d'un autre côté, la phase transitoire jusqu'en 2002 se justifie, non seulement pour réaliser la production matérielle des billets et des pièces mais aussi parce que la mise en place de l'euro se heurte sans aucun doute à une grande réticence voire une forte résistance des populations. La monnaie fait partie pour chaque individu de ses repères sociaux de base : la mise en place de l'euro correspond donc à une perte de repère qui peut avoir des conséquences plus ou moins importantes sur le comportement économique et sur la vie en général de chacun.

Par ailleurs, l'affichage des prix en euro peut se traduire par une élévation des prix des biens et services, sous prétexte d'arrondis et de prix psychologiques, et donc par des tensions inflationnistes. Par exemple, quel sera le prix en euros d'une calculatrice dont le prix actuel est de 299 francs ? En convertissant ce prix, on trouve : $299 / 6,55957 = 45,58226$, soit 45,58 euros ; la calculatrice sera-t-elle vendue 45,50 euros (prix rond) ou 44,99 (prix psychologique bas qui correspond à 295,12 francs) ou encore 45,99 (prix psychologique haut qui correspond à 301,67 francs) ? Au moment de la création de l'euro, les produits à faibles prix, tels que le café servi en salle, ont connu des augmentations de prix spécialement fortes à cause des arrondis. Des simulations prouvent que les seuils psychologiques sont eux-mêmes modifiés : dans un établissement de restauration rapide, 95 % des personnes interrogées sont disposées à payer 30 francs pour un menu mais elles ne sont plus que 80 % pour l'équivalent de 4,57 euros ; pour obtenir le taux d'acceptation initial de 95 %, il faut baisser le prix en euros jusqu'à 4,50, soit 29,52 francs.

L'introduction de l'euro peut nourrir aussi des illusions monétaires dont la résultante macroéconomique est difficile à prévoir : en croyant que ses revenus sont moins élevés, on peut être tenté de dépenser moins ou au contraire d'épargner moins, de revendiquer plus fortement des augmentations de salaires ; et en croyant que la vie est moins chère et que le poids des dettes s'est allégé, on peut être tenté de dépenser plus et de recourir davantage au crédit. De même, l'écart des prix entre deux marques différentes d'un même produit semble plus faible en euros qu'en francs : cela peut fausser la comparaison des prix entre les pays et entraîner un effet accordéon en pénalisant la marque la moins chère et en poussant l'acheteur vers le haut de gamme, avec les effets pervers que cela peut avoir sur le niveau général des prix et sur le pouvoir d'achat des ménages. Par ailleurs, une plus grande transparence des prix et des salaires fait craindre à beaucoup le risque d'un nivellement par le bas des rémunérations pour éviter des transferts massifs d'activités vers les régions de la zone euro où les coûts salariaux sont les plus faibles, ce qui serait un effet pervers redoutable.

Depuis la mise en place de l'euro, une grande majorité d'Européens a la conviction que les prix ont fortement augmenté : en 2006 comme en 2005 ils sont 93% à rendre l'euro coupable d'une hausse des prix vécue comme forte. Les instituts qui calculent les indices de prix sont d'ailleurs accusés de produire des indices officiels qui ne reflètent pas correctement l'inflation réellement perçue par les ménages.

Le graphique ci-dessous, emprunté au numéro des « Documents & Débats » de janvier 2007 publié par la Banque de France, montre que l'écart français entre l'inflation mesurée et l'inflation ressentie s'est nettement creusé au début des années 2000.



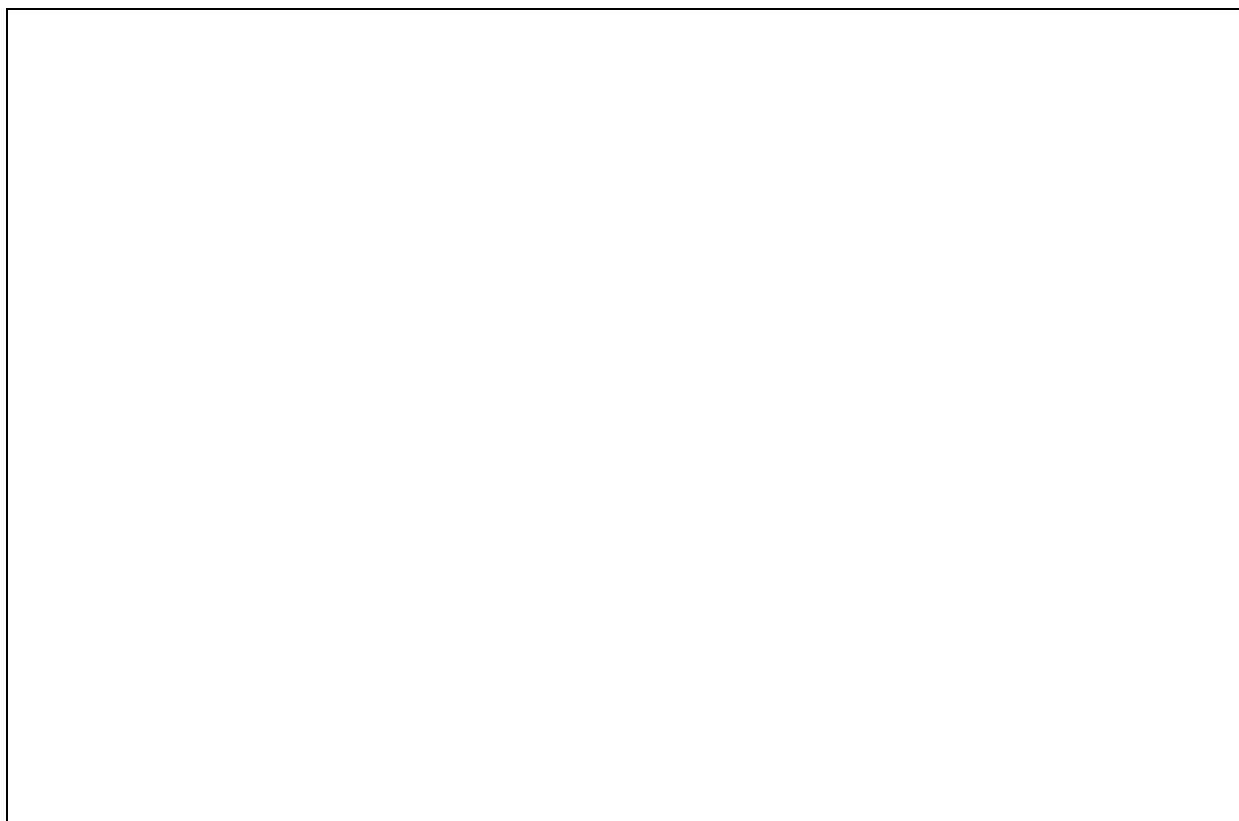
On constate qu'avant 1999, l'inflation ressentie n'est pas supérieure à l'inflation mesurée, elle lui est même assez souvent inférieure. Quand l'euro scriptural naît en 1999, inflation ressentie et inflation mesurée évoluent de la même façon. Par contre, à partir de la mise en place de l'euro fiduciaire, autrement dit quand l'euro se substitue aux monnaies nationales dans les porte-monnaie, l'inflation ressentie devient nettement supérieure à l'inflation mesurée. Cette tendance va se prolonger et même s'aggraver après 2004.

Les indices officiels sont en effet calculés en prenant en compte des biens dont le prix baisse, comme en particulier les produits des NTIC, mais qui d'une part ne sont pas achetés régulièrement et d'autre part ne sont achetés que par certaines catégories de ménages. De plus, les produits et des services que la plupart des ménages sont amenés à acheter régulièrement sont souvent ceux dont les prix augmentent relativement le plus vite, à cause de l'insuffisance de la concurrence et/ou à cause de la réglementation. Enfin, il faut noter que la hausse des prix du tabac et de l'immobilier date également du début des années 2000. La hausse des prix de l'immobilier (à l'achat et à la location), qui intervient significativement dans le sentiment de vie chère qu'ont les ménages, alors qu'elle n'est pas prise en compte dans les indices officiels, s'explique au moins en partie par le faible niveau des taux d'intérêt. Il serait donc possible de regretter de ce point de vue que la BCE n'ait pas augmenté plus rapidement et plus nettement ses taux, alors que l'on est plus souvent enclins à lui reprocher le contraire ! Il n'empêche que, somme toute, l'euro n'est pas la cause essentielle de l'inflation telle qu'elle est ressentie. En tout cas, l'INSEE en est venu récemment à proposer dès février 2007 la publication par Internet d'indices d'inflation personnalisés pour permettre à chacun d'évaluer la hausse des prix en fonction de ses propres habitudes de consommation (Voir Le Monde du 7/2/2007, p. 15).

Des études menées pratiquement une dizaine d'années après le lancement de l'euro montrent qu'en définitive l'euro n'a pas contribué à augmenter les prix, que les écarts de prix entre les pays de la zone ont diminué et que les prix exportés au sein de la zone sont inférieurs à ceux exportés en-dehors grâce à la fois à la réduction des coûts de transaction et à l'intensification de la concurrence. Il faut cependant noter que, contrairement à ce qui avait été anticipé, le commerce entre les pays de la zone n'a pas été particulièrement stimulé par la mise en place de l'euro.

SECTION VII : LE CHANGE EURO-DOLLAR

Graphique du taux de change euro-dollar :



Pour actualiser l'information concernant le taux de change de l'euro par rapport au dollar, consulter la page Internet de la BCE à l'adresse :

www.ecb.int/stats/exchange/eurofxref/html/eurofxref-graph-usd.en.html

- Depuis sa création début 1999, et pendant plusieurs mois consécutifs, l'euro ne cesse de voir sa valeur baisser en particulier par rapport au dollar (la monnaie européenne a perdu depuis sa naissance et en moins de 2 ans plus de 27% de sa valeur par rapport au billet vert) et la scène monétaire européenne connaît à partir du milieu de l'année 2000 une bourrasque sévère au point que les autorités monétaires internationales ont décidé d'intervenir de manière concertée.

- Mais à partir de début 2002, l'euro se met à remonter face au dollar, et à une vitesse aussi forte que celle de sa baisse en 1999 et 2000. Si bien que l'évolution du taux de change euro-dollar sur la période 1999-2004 est représentée graphiquement par une parfaite courbe en U. Déjà en 2003 le mois de mai a connu un sommet à 1,1911 dollar (le mardi 27) et en 2004 un record historique est atteint le matin du mercredi 18 février à 1,2929 dollar, record dépassé en novembre puisque l'euro franchit le seuil psychologique de 1,30 \$.

- À partir de l'année 2005, on a affaire à un euro que l'on peut estimer « fort » puisqu'il se situe régulièrement au-dessus de son premier cours, qui correspond à ce que beaucoup considèrent comme son niveau d'équilibre.

Fin 2007, l'euro frôle le seuil des 1,50\$ et atteint ainsi ce qui est à l'heure actuelle son record historique. Cela représente certes une appréciation de 70% par rapport à son plus niveau de 2001, mais une appréciation de 25% par rapport à son premier cours.

- Quand on analyse l'évolution de l'euro non plus en termes nominaux par rapport au dollar mais en termes de taux de change effectif, on constate, grosso modo, que jusqu'à la fin du 1^{er} trimestre 2007, taux de change euro-dollar et taux de change effectif de l'euro évoluent de manière très voisine mais qu'à partir de cette époque les évolutions des deux taux s'écartent de plus en plus l'une de l'autre : alors que mi-2006 les deux taux sont aux environs de 1 euro pour 1,28 dollar, à la fin de 2007, le taux effectif de l'euro est estimé à 1,35 quand le taux euro-dollar est à 1,44 environ.

Selon les calculs de la BCE et du FMI, le taux de change effectif de l'euro par rapport au dollar se situe à la fin de 2007, quand il atteint son plus haut historique, 10 à 11% seulement au-dessus du niveau qu'il avait lors de son lancement. D'ailleurs, on constate que la balance courante de la zone euro n'a pas spécialement souffert de la hausse de l'euro en 2007. Elle s'est même globalement améliorée tout au long de l'année, même si les performances sont très différentes d'un pays à l'autre.

- Les experts constatent que cette évolution euro-dollar, avec ses phases d'appréciation et de dépréciation, est plus favorable aux États-Unis qu'à la zone euro. D'une part, sur le plan conjoncturel, elle serait plutôt contra-cyclique pour les uns et pro-cyclique pour l'autre, mis à part lors de la deuxième moitié de 2007 où l'euro fort atténue le coût du pétrole cher. D'autre part, sur le plan structurel, le dollar fort a permis au système productif de l'économie américaine de se redéployer en fonction des tendances de la mondialisation, alors que l'euro fort conduit à de coûteuses délocalisations.

- Il est à noter que l'évolution de l'euro par rapport à la monnaie helvétique a également la forme d'un U puisqu'il a commencé à 1,60 Franc suisse environ, baissé ensuite pour se maintenir aux environs de 1,45 en 2002 et 2003, puis remonté pour atteindre le palier de 1,55 fin 2003-début 2004, puis à nouveau repris son ascension en 2006 pour atteindre un record historique le 10 octobre 2007 à 1,6729.

Nous consacrons ci-dessous des développements assez importants à la phase de baisse qui a marqué le début de la vie de l'euro, avant d'envisager la phase suivante.

Sous-section 1 : LA PHASE DE BAISSSE DE L'EURO

Le rappel des événements marquants tient en quelques mots : absence de W. Duisenberg au sommet de l'Eurogroupe à Versailles, forte baisse de la monnaie européenne le 12 septembre 2000 (0,8560\$), annonce le 14 par la BCE de son intention d'intervenir mais les marchés restent perplexes : l'euro retombe le 15 à 0,8525 \$ et la baisse s'accélère même par la suite : on en arrive à 0,8443\$ le 22 septembre, date à laquelle pour la première fois les principales banques centrales mettent leurs réserves de devises au service du soutien de l'euro : l'euro rebondit effectivement à 0,8992\$; mais il a du mal à se redresser comme le montrent les cours de début octobre (0,8645\$ le 13 octobre par exemple).

Cette tendance longue de l'euro à la dépréciation, ses accès de faiblesse et l'intervention des banques centrales sur le marché des changes -première du genre- soulèvent plusieurs interrogations : comment expliquer la baisse de l'euro ? Quelles en sont les conséquences ? Comment justifier la décision de soutenir l'euro, quels moyens ont été utilisés et quelle efficacité peut-on attendre de l'action des autorités monétaires ?

Ces différentes interrogations constituent les principaux arguments du développement, que nous centrons autour de deux grandes questions : comment expliquer la baisse de l'euro et qu'y faire ?

§1) La baisse de l'euro, COMMENT L'EXPLIQUER ?

A- Les facteurs conjoncturels

1) Des facteurs liés aux performances comparées des économies européenne et américaine.

-a- Les indicateurs d'écarts mis en avant

Ces indicateurs montrent que l'économie américaine est non seulement plus performante que l'économie européenne mais surtout qu'elle détient de plus grands atouts pour l'avenir :

- Les écarts constatés :

L'écart de croissance (PIB) : le taux de croissance structurelle des États-Unis tourne autour de 4% l'an depuis 7 ou 8 ans tandis que celui de l'Europe plafonne à 2% (et celui du Japon à 1%).

L'écart de taux de chômage (en 1999 : 4,2% aux États-Unis contre près de 10 % dans la zone euro).

L'écart d'investissement (voir ci-après).

L'écart de taux d'intérêt (taux courts -à 3 mois- en 1999 : 3% en Europe contre 5,4% aux États-Unis ; taux longs -obligations d'État à 10 ans- en 1999 : 4,5% environ en Europe contre 5,6% aux États-Unis).

L'écart de résultats extérieurs (balances des paiements).

- Les écarts anticipés :

L'écart de performances économiques futures que traduisent les écarts de taux d'investissement en général (15% du PIB aux États-Unis contre 9% en Europe) et dans le domaine des nouvelles technologies en particulier (2% du PIB en Europe contre 6% aux États-Unis).

L'écart de risques (risques monétaires sur le front de l'inflation et risques sociaux en matière de chômage et/ou de revendications salariales).

-b- Les explications en présence

L'explication la plus fréquente est que ces écarts constatés et anticipés amènent les investisseurs à avoir davantage confiance dans les potentialités de l'économie américaine, d'où une appréciation du dollar face à l'euro.

Mais si l'évolution du change de l'euro n'était due qu'au différentiel de croissance États-Unis/Europe, comment expliquer que l'euro baisse par rapport à toutes les monnaies, y compris par rapport au yen alors que l'économie japonaise est encore en panne ? Selon D. Cohen, (Le Monde du 11/10/2000), "ce n'est pas la croissance qui détermine la valeur d'une monnaie mais l'usage qui en est fait". En particulier, si les ménages américains épargnaient autant que les français, les entreprises américaines devraient compenser une demande intérieure alors affaiblie par la recherche de débouchés extérieurs, ce qui nécessiterait un accroissement de leur compétitivité via un dollar moins fort.

2) Des facteurs liés au phénomène de surréaction.

Le fait que l'euro baisse par rapport à toutes les monnaies, yen et franc suisse compris, et pas seulement par rapport à la monnaie américaine est la marque d'une surréaction du change. Rappelons qu'il y a une telle surréaction, c'est-à-dire un surajustement, lorsque le taux de change subit une réaction excessive par rapport aux facteurs qui l'entraînent et par rapport au taux de change d'équilibre de long terme (dans le modèle théorique de R. Dornbush il y a surréaction du change parce qu'à court terme l'effet parité des taux d'intérêt l'emporte sur l'effet parité des pouvoirs d'achat, lequel ne reprend le dessus que dans le long terme, l'explication se trouvant en définitive dans la plus grande rigidité des prix dans le secteur réel que dans le secteur financier). Cela dit, il y a en ce moment surréaction du change de l'euro à cause des erreurs d'anticipation. En effet, à la veille du lancement de l'euro, cinq raisons peuvent justifier une anticipation d'un euro fort :

- L'économie américaine semble plus exposée que l'économie européenne aux conséquences de la crise financière des années 97-98.

- Les États-Unis semblent être en fin de phase d'expansion de son cycle alors que la zone euro semble bénéficier d'une reprise cyclique.

L'EURO

- Les États-Unis enregistrent un déficit courant abyssal (environ 400 milliards \$) qui laisse anticiper une baisse du billet vert. Ce déséquilibre extérieur rend en effet abondants les dollars détenus par les non-résidents américains, ce qui devrait le rendre meilleur marché sur le marché des changes : des experts estiment au moment du lancement de l'euro que son taux de change d'équilibre de long terme est compris entre 1,15 et 1,40 dollar.
- Les investisseurs pensent que l'euro va concurrencer le dollar comme monnaie internationale, avec deux principaux arguments : un effet de taille puisque la zone euro devient la première zone monétaire par la valeur de ses exportations et une plus grande attractivité des marchés financiers européens dont l'unification et la désintermédiation accroissent leur profondeur et leur liquidité, qualités recherchées par les investisseurs.
- L'acceptation en définitive de l'euro par les Allemands au départ sceptiques de voir l'euro aussi fort que leur mark et la désignation de Wim Duisenberg à la tête de la BCE semblent être des gages d'orthodoxie monétaire.
- La relative maîtrise des déficits budgétaires en Europe.

En réalité, la croissance américaine reste très soutenue pendant que celle de la zone euro est hésitante, lestée par une baisse d'activité en Allemagne et en Italie. Cet écart de conjoncture, qui se retrouve dans un écart de taux d'intérêt de long terme, décourage d'autant plus les investisseurs d'acheter des titres européens qu'il leur apparaît que l'Europe est de surcroît moins apte que l'Amérique à entrer dans l'ère de la "nouvelle économie", et ce pour plusieurs raisons : lenteur des réformes structurelles jugées indispensables (marché du travail rigide, système fiscal inefficace, finances publiques mal maîtrisées, ...) ; difficulté pour l'Europe d'accélérer sa croissance sans creuser son déficit extérieur (la balance courante de la zone euro s'est régulièrement dégradée à partir de 1998 et enregistre même des déficits depuis début 2000) et sans créer de tensions inflationnistes, à cause d'une forte dépendance technologique et de gains de productivité relativement plus faibles ; forte probabilité de voir la BCE mettre en œuvre une politique monétaire restrictive pour asseoir sa crédibilité.

La prise de conscience par les investisseurs de leurs erreurs d'anticipation les amène par conséquent à réviser complètement leurs plans, d'où la surréaction du change. Et celle-ci est renforcée par le fait que les anticipations, au fur et à mesure qu'elles se déconnectent des "fondamentaux" et que les investisseurs se polarisent sur les événements qui confortent leur scénario, deviennent autoréalisatrices et entraînent le marché des changes dans une sorte de spirale.

3) Des facteurs liés au policy mix utilisé

Les premiers facteurs évoqués plus haut reviennent à lier très étroitement la force de la monnaie d'un pays à celle de son économie. Mais comme le montre D. Cohen dans l'article cité, la force d'une monnaie a tout autant sinon davantage à voir avec le type de policy mix réalisé par l'État : il est en effet intéressant de constater que l'histoire des mouvements des monnaies résultent de la manière dont les politiques économiques conjoncturelles sont mises en œuvre. Ainsi, la hausse vertigineuse du dollar au cours des années 80 s'explique par la combinaison d'une politique monétaire très rigoureuse, de type monétariste, avec une politique budgétaire particulièrement accommodante ; si bien que la demande de dollars excède largement l'offre, d'où les tensions à la hausse du prix de la monnaie. Le même raisonnement peut être tenu pour la situation actuelle de l'euro, mais avec une combinaison inverse : on a en effet plutôt affaire depuis le lancement de l'euro à un mix d'une politique budgétaire très contrainte (critères de convergence obligent) et une politique monétaire en définitive assez peu restrictive : un tel mix explique mécaniquement la dépréciation de la monnaie unique.

B- Les facteurs structurels

1) Des facteurs liés à la globalisation financière.

-a- L'internationalisation des entreprises européennes : en 2 ans, 300 milliards \$ d'investissements directs aux États-Unis. Depuis quelques années en effet, les entreprises européennes profitent de leurs efforts de restructuration et de désendettement, et par conséquent de l'amélioration de leurs marges de manœuvre financières, pour combler leur retard en matière d'implantations étrangères.

-b- La diversification géographique et par devise des placements financiers européens (Investissements de portefeuille en actions et obligations), diversification qui avait été mécaniquement réduite par le lancement de l'euro.

-c- La forte augmentation des investissements directs à l'étranger et des investissements de portefeuille entraîne celle des sorties de capitaux et le creusement du déficit de la balance de base de la zone euro (- 127 milliards d'euros en 1998 et - 198 en 1999). À ce besoin de financement doit correspondre des entrées massives de capitaux de court terme. Comme les taux d'intérêt européens sont significativement inférieurs aux taux américains, ces entrées de capitaux courts s'appuient nécessairement sur des anticipations d'appréciation de la monnaie européenne, anticipations qui sont démenties jour après jour... Il est donc compréhensible qu'actuellement le marché soit structurellement long en euros et que cela fragilise l'euro.

2) Des facteurs liés au système productif et à la dynamique démographique

Parmi les facteurs dont dépend la croissance anticipée se trouvent en bonne place l'état des capacités de production, les gains de productivité et l'évolution de la population active. Et dans ces trois domaines, les perspectives de la croissance sont meilleures aux États-Unis qu'en Europe.

-a- En matière de capacités de production, les États-Unis bénéficient par rapport à l'Europe, malgré un taux de chômage significativement inférieur, d'un taux d'utilisation des capacités industrielles plus bas et même de capacités de production excédentaires.

-b- En ce qui concerne la productivité du travail, les écarts sont également importants : depuis 1994, l'évolution du taux de variation de cette productivité correspond à une accélération aux États-Unis et à une décélération dans la zone euro (+2,7% en 99 aux États-Unis contre +0,5% en Europe).

-c- Dans le domaine démographique, les atouts des États-Unis sont également plus grands puisque leur population est plus jeune et doit croître au taux de 1% par an contre une stagnation en Europe.

Au total, l'économie américaine semble à la fois la plus performante, la plus innovante et par conséquent la plus prometteuse.

3) Des facteurs liés au fonctionnement de l'UEM

La BCE ne bénéficie pas de la même crédibilité que la Fed, et cela pour plusieurs raisons :

-a- La BCE est une institution jeune qui doit faire encore ses preuves : non seulement elle n'a pas beaucoup d'expérience dans le maniement des instruments de la politique monétaire mais de plus on a assisté trop souvent à des déclarations intempestives de ses responsables (communication peu transparente et souvent contradictoire, maladroites de certains d'entre eux : la dernière, du président de la BCE lui-même, date de ce 16 octobre dans un entretien donné au Times, a entraîné un plongeon de l'euro au niveau de 0,8458\$).

-b- La BCE a pour objectif de maintenir la stabilité des prix : elle définit et met en œuvre en conséquence la politique monétaire. En ce qui concerne le change, la seule mission qui lui soit confiée est la conduite des opérations de change : autrement dit, il n'est pas de son ressort de fixer un objectif de change pour l'euro par rapport aux autres monnaies, notamment par rapport au dollar. Cette tâche devrait être celle d'un gouvernement : or, il n'existe pas de gouvernement européen, même si l'Eurogroupe (nouvelle dénomination de l'Euro 11) peut s'en rapprocher pour les questions monétaires et financières. Certains experts estiment par conséquent très logique que les marchés montrent une certaine défiance vis-à-vis de la réalité monétaire européenne. D'autres renversent l'argumentation : "ce n'est pas la faiblesse politique de l'Europe qui cause celle de

l'euro mais plutôt le contraire. C'est bien la faiblesse de l'euro qu'on a voulu prendre en drapeau de la construction politique européenne, qui rejaillit sur celle-ci" (D. Cohen).

-c- Le doute que des investisseurs ont dans le projet européen est renforcé de plusieurs façons :

- + Par les phénomènes de concurrence à laquelle se livrent les membres de la zone euro tout spécialement en matière de réglementation fiscale et de politique budgétaire.

- + Par l'insuffisante coordination de leurs politiques économiques, surtout que les économies de la zone euro sont en mal de convergence sur plusieurs points (croissance, inflation, dette publique, balance extérieure, progressions salariales), malgré le pacte de stabilité et de croissance qui pérennise les critères de convergence maastrichtiens.

- + Par la relative incohérence du "policy mix" qui résulte d'une politique monétaire unique et d'une multiplicité de politiques budgétaires nationales insuffisamment coordonnées comme il vient d'être dit.

- + Par les difficultés que vit la Commission européenne depuis plusieurs mois.

- + Par les incertitudes sur l'identité européenne que soulèvent tout aussi bien le non danois que l'entrée prochaine de la Grèce dans la zone euro ou que celle de la Turquie dans l'U.E.

- + Par le contraste entre l'annonce de l'élargissement de l'Europe et les échecs répétés de la réforme des institutions.

Comme l'écrit A. Orléan (Le Monde du 23/5/2000), "il ne peut y avoir de monnaie qui ne soit fondée sur une souveraineté et une autorité, c'est-à-dire sur l'existence d'une communauté qui se reconnaît dans un projet politique, culturel et social".

§2) La baisse de l'euro, qu'y faire ?

A- Faut-il soutenir l'euro ?

1) Statutairement, la zone euro manque d'organe décisionnel en matière de politique de change...

Statutairement (art. 109 du traité de Maastricht), si la BCE assure la conduite des opérations de change et, à cette fin, elle est chargée de la détention et de la gestion des réserves officielles de change des États membres, la définition de la politique de change n'est pas de son ressort. Il est certes prévu qu'un échange de vues et d'informations intervienne régulièrement entre la BCE et le Conseil de l'U.E. sur le taux de change de l'euro à l'égard des devises non communautaires ; il est aussi possible que le Conseil de l'U.E. puisse formuler des orientations générales de politique de change vis-à-vis des autres devises. Mais ces orientations doivent scrupuleusement respecter l'indépendance de la BCE et l'objectif de stabilité des prix : l'article 111.2 du traité de Maastricht indique que le « Conseil, statuant à la majorité qualifiée, soit sur recommandation de la Commission et après consultation de la BCE, soit sur recommandation de la BCE, peut formuler les orientations générales de la politique de change. Ces orientations générales n'affectent pas l'objectif général du SEBC, à savoir le maintien de la stabilité des prix ». En ce qui concerne la politique de change, deux optiques s'affrontent depuis longtemps. Pour dire les choses simplement, il y a celle des États-Unis où c'est le Secrétaire d'État au Trésor qui définit les objectifs et c'est la Fed qui assure la mise en œuvre ; et il y a celle qu'adoptait l'Allemagne avant l'introduction de l'euro, où la « Buba » avait la maîtrise à la fois de la définition et de la mise en œuvre de la politique de change. Le choix fait pour la zone euro semble se rapprocher plutôt de la conception américaine. Mais il n'existe pas réellement de gouvernement économique européen ayant le pouvoir officiel de fixer clairement un objectif de change. L'eurogroupe n'en est qu'une version officieuse, même si depuis le 10 septembre 2004 cette instance semble avoir gagné en capacité décisionnelle. Certes, l'art. 109-2 du Traité de Maastricht prévoit que le Conseil des chefs d'État ou de gouvernement « formule les orientations

générales de la politique de change », mais il n'a jamais été encore appliqué... Certes, un protocole du traité de Lisbonne reconnaît l'existence de l'Eurogroupe mais il considère ses réunions comme informelles... Si bien que pour ses opérations de change, la BCE n'a aucune directive gouvernementale à suivre, aucun objectif de politique de change à réaliser. Beaucoup d'auteurs trouvent que le besoin d'une politique de change est spécialement fort dans notre contexte de déséquilibres mondiaux des balances des paiements. Certains estiment même que l'intégration du taux de change dans la fonction-objectif de la Banque centrale est hautement souhaitable dans le cadre d'une économie ouverte : des travaux tels que ceux de L. Ball concluent en effet à la supériorité d'une règle de type ICM (indice des conditions monétaires) sur les règles de type Taylor. Autrement dit, ces travaux montrent l'intérêt qu'il y aurait à fonder la politique monétaire non pas sur le seul taux d'intérêt mais sur une combinaison du taux d'intérêt et du taux de change. Car en économie ouverte le taux de change exerce une forte influence sur les différentes variables macroéconomiques, au point que les effets de la politique monétaire peuvent s'en trouver neutralisés, atténués ou renforcés. L'ICM est défini en général comme une combinaison linéaire des variations du taux d'intérêt et des variations du taux de change, avec des coefficients de pondération qu'il est d'ailleurs difficile d'estimer. Mais d'autres auteurs comprennent la frilosité de la BCE en matière de gestion du change et l'expliquent par la difficulté de fixer un objectif de change et par les incertitudes qui planent sur l'efficacité du maniement du taux d'intérêt et des interventions de la Banque centrale sur le marché des changes pour réaliser un objectif de change donné.

2) ...mais dans les faits, la BCE doit-elle rester pour autant toujours inerte ?

On est tenté de répondre par la négative, pour au moins deux séries de raisons (dans l'hypothèse envisagée ici d'une baisse de la monnaie unique) :

-a- Tout en restant dans le cadre de ses attributions de banque centrale, spécialement en tant que gardienne de la stabilité des prix, la BCE peut estimer que la baisse de l'euro est une porte ouverte à l'inflation importée. On peut comprendre que la situation actuelle correspond d'autant plus à cette éventualité que la baisse de l'euro se conjugue avec la hausse des prix pétroliers. L'intervention sur le marché des changes peut donc s'inscrire très logiquement dans ce cadre de la lutte pour la stabilité des prix.

Par ailleurs, l'euro est dans un système de change flottants avec les autres monnaies, spécialement avec le dollar. Or, dans toute l'histoire monétaire, on n'a jamais eu affaire à un flottement vraiment pur des monnaies : la réalité a toujours montré des régimes de flottement contrôlé dans lesquels les banques centrales se réservent la possibilité d'intervenir sur le marché des changes pour réguler l'évolution des taux de change, de façon à en éviter leurs variations erratiques. Dans ce contexte, il est tout à fait concevable que la BCE décide d'intervenir, seule ou en concertation avec d'autres banques centrales, pour pallier l'insuffisance du marché dans sa fonction de régulation spontanée.

-b- Au-delà de ses attributions statutaires, la BCE peut également estimer nécessaire d'intervenir sur le marché des changes seule ou plus vraisemblablement en concertation avec d'autres banques centrales à partir du moment où, de leur point de vue, les inconvénients de la baisse de la monnaie européenne excèdent ses avantages.

La balance des inconvénients et des avantages peut se présenter de la manière suivante, en sachant que les inconvénients pour les uns peuvent être des avantages pour les autres, et vice versa. (Les conséquences de la baisse de l'euro, c'est-à-dire de sa dépréciation, rejoignent celles que l'on a coutume d'analyser lors de l'étude des effets d'une dévaluation).

Conséquences plutôt positives :

1) La baisse de l'euro favorise les exportations de la zone euro en dopant la compétitivité-change et par conséquent la compétitivité-prix. Le niveau global d'activité s'en ressent positivement. Cet aspect positif correspond à la vertu a priori stabilisatrice du mouvement des taux de change.

- 2) La baisse de l'euro est une occasion pour les exportateurs de renforcer leur rentabilité, ce qui leur permet de réaliser plus facilement des investissements, ce qui est profitable à la demande intérieure.
- 3) La baisse de l'euro accroît mécaniquement les résultats comptables et financiers des entreprises installées dans les pays de la zone dollar.
- 4) La baisse de l'euro est un facteur désinflationniste pour les États-Unis, ce qui leur permet de continuer à avoir une forte croissance sans inflation malgré les tensions sur le marché de l'emploi ; l'économie mondiale en profite aussi.

Conséquences plutôt négatives :

- 1) La baisse de l'euro est facteur d'inflation importée. Ce risque est a priori relativement faible dans la mesure où la zone euro est relativement fermée mais il se trouve en fait aggravé ces temps-ci par l'augmentation des prix du pétrole.
- 2) La baisse de l'euro permet aux investisseurs étrangers d'acheter à bon prix les titres des sociétés cotés en euros et inversement elle conduit les investisseurs européens à renoncer à beaucoup d'opérations financières libellées en dollars.
- 3) Comme la baisse de l'euro facilite les exportations, elle peut conduire les entreprises européennes à se reposer sur leurs lauriers : cela ne les incite pas à intensifier leurs efforts pour accroître leurs gains de productivité et leur capacité concurrentielle.
- 4) Pour les entreprises américaines, la baisse de l'euro réduit leur compétitivité-prix ainsi que le montant de leurs résultats enregistrés en Europe, d'où une détérioration de leurs scores boursiers.

-c- Cela dit, convient-il de soutenir malgré tout l'euro ?

Trois séries d'arguments relativisent l'intérêt que présente le soutien de l'euro :

- Selon certains, les inconvénients d'un euro faible seraient en définitive moins grands que ne le sont ses avantages. En particulier, pour l'économie européenne, l'effet-relance de la baisse de l'euro serait plus important que son effet inflationniste.
- Au regard des principaux indicateurs économiques, il est normal que l'euro soit une monnaie plutôt faible. C'est la conclusion de P. Artus dans son article du Monde du 30 septembre 2000, qui explique que "ceux qui pensent que nous suivrons les États-Unis avec cinq ans de retard prennent leur désir pour la réalité". De même, M.-P. Virard explique dans Les Enjeux d'octobre 2000 pourquoi il n'est pas nécessaire de "doper l'euro", et dénonce le psychodrame qui se joue autour de la monnaie européenne.
- La force d'une monnaie dépend davantage de la vitalité de son économie plus que le dynamisme de l'économie ne dépend de la valeur de sa monnaie. Et quand on veut faire de sa monnaie une monnaie internationale, ne doit-on pas, plutôt que de faire preuve d'une orthodoxie monétaire sourcilleuse, adopter comme le fait la Fed la philosophie de la douce négligence ("benign neglect") ?

B- Comment soutenir l'euro ?

1) Les instruments classiques de la politique de change.

La banque centrale dispose traditionnellement de trois instruments pour mener à bien la politique de change que lui fixe le gouvernement : les interventions sur le marché des changes, la politique de taux d'intérêt et le contrôle de changes.

-a- Le contrôle des changes a été en France quasi continu de 1939 à 1984 et depuis, surtout avec la mise en place de l'UEM, la liberté internationale des mouvements de capitaux est la règle.

-b- La politique de taux d'intérêt est quant à elle spécialement dédiée à la lutte contre les tensions inflationnistes, surtout depuis que celle-ci ne passe plus par une politique de la base. Mais il est évident que la manipulation des taux par la banque centrale pour assurer la stabilité des prix ne manque d'avoir par ailleurs des conséquences sur les flux de capitaux et donc sur la valeur externe de la monnaie. Seulement, les effets d'une telle manipulation des taux peuvent être

contradictoires sur les plans interne et externe : dans le cadre par exemple d'une lutte contre l'inflation, l'élévation des taux a pour but de rendre le crédit plus cher et de peser ainsi sur la demande domestique mais elle a en même temps pour effet, *ceteris paribus*, de favoriser les entrées de capitaux, d'où un risque d'accentuation des tensions inflationnistes par gonflement de la masse monétaire...

-c- L'outil essentiel de la politique de change reste l'intervention directe sur le marché des changes, et plus encore une intervention concertée de plusieurs banques centrales pour qu'elle ait tout l'impact voulu. Remarquons cependant que cet instrument présente lui aussi, comme le maniement des taux d'intérêt, un risque d'effets contradictoires : la cession de devises contre l'achat de la monnaie à soutenir a non seulement pour conséquence mécanique l'appréciation de cette monnaie, par simple jeu de la loi de l'offre et de la demande sur le marché des changes, mais aussi celle de réduire la liquidité bancaire en cette monnaie et donc d'accroître le taux d'intérêt peut-être au-delà de ce qui est souhaitable pour l'équilibre interne.

2) L'intervention sur le marché des changes présente deux modalités :

-a- L'intervention psychologique (pour créer un effet d'annonce)

L'efficacité de l'intervention psychologique dépend du degré d'asymétrie d'information existant entre les autorités monétaires et les acteurs du marché, de la crédibilité dont bénéficient ces interventions, elle-même liée à la réputation dont jouit la banque centrale, du poids relatif de la rationalité des décisions de la première et de la rationalité mimétique des seconds, etc.

-b- L'intervention réelle (pour provoquer des effets mécaniques)

Les interventions réelles sur le marché des changes consistent en l'achat de devises contre vente de monnaie nationale lorsqu'il s'agit de provoquer la dépréciation de celle-ci, et, au contraire, en la vente de devises contre achat de monnaie nationale lorsqu'il s'agit de lui faire prendre de la valeur.

3) Dans la situation actuelle de l'euro, la BCE utilise successivement et très graduellement les deux modalités d'intervention dont elle dispose :

-a- Le mardi 12 septembre 2000, devant la commission des affaires économiques et financières du Parlement européen, Wim Duisenberg utilise la méthode des "effets de signal" en se montrant spécialement préoccupé par le niveau de l'euro qui, selon lui, n'est conforme ni aux fondamentaux économiques de la zone euro ni aux soldes des balances des paiements internationales.

-b- Le jeudi 14 septembre 2000, constatant une multiplication des spéculations, la BCE envoie un avertissement au marché des changes en annonçant son intention d'acheter des euros pour le montant des intérêts sur les réserves en devises qu'elle possède (39,5 milliards d'euros), sans pour autant avouer sa volonté de soutenir la monnaie unique. Ce flou laisse le marché sceptique, d'où une évolution négative de l'euro qui tombe dès le lendemain à un nouveau plancher historique : 0,8525\$. Il franchit même le mercredi 20 septembre un nouveau record à la baisse à 0,8465\$ (et 90,42 yens). On assiste en même temps à des déclarations contradictoires : le FMI exprime clairement le souhait de voir la BCE intervenir pendant que la Bundesbank dédramatise la baisse de l'euro en suggérant une "douce négligence" à l'instar des États-Unis qui laissent leur monnaie passer régulièrement par des hauts et des bas.

-c- Le vendredi 22 septembre 2000, la veille de la réunion du G7 à Prague, la BCE, la Fed et les banques centrales du Japon, d'Angleterre et du Canada, vendent des dollars contre achats d'euros pour soutenir la monnaie européenne. Cette "opération commando" propulse l'euro en quelques minutes à 0,9010\$. Mais cette réaction est de très courte durée. Il faut dire que les banques centrales disposent de réserves dont le montant global pèse peu, comparé aux 2000 milliards de dollars de transactions quotidiennes réalisées chaque jour sur le marché des changes (soit l'équivalent d'un mois et demi de PIB mondial !) : dans un contexte de globalisation financière, les banques centrales ont-elles encore les moyens de lancer de puissants avertissements au marché et a fortiori de peser significativement et durablement sur les cours ?

Autrement dit, les banques centrales ont-elles encore aujourd'hui les moyens d'une véritable politique de changes ? Ne sont-ce pas les marchés qui sont en réalité maîtres de la situation ?

Conclusion :

L'euro baisse depuis son lancement durant ses deux premières années. Cela amène la BCE à intervenir sur le marché des changes pour la première fois de sa courte histoire, mais, et malgré les tensions récentes au Moyen-Orient, l'euro tombe malgré tout mi-octobre sous la barre des 0,86\$ puis même sous celle des 0,85\$; ce qui, peut-être, justifiera une nouvelle intervention ... Il y a à cette évolution, qui laisse à la majorité des observateurs un arrière-goût d'échec, des explications à la fois économiques, financières, psychologiques, politiques.

Peut-on malgré tout espérer en l'avenir ? Il est parfaitement concevable que l'on ait à faire face dans les semaines ou les mois à venir à une remontée de l'euro. Et si elle est plus brutale que ne l'aura été la baisse, ses conséquences en seront également plus profondes et même plus déstabilisatrices. La remontée de l'euro peut en effet être d'autant plus forte que la baisse du dollar risque d'être rapide. Les arguments ne manquent pas pour faire craindre un atterrissage brutal du dollar et de l'économie américaine : le dégonflement des bulles spéculatives financière et immobilière avec le jeu négatif de l'effet richesse et la crise de l'endettement des ménages et des entreprises, avec leurs cortèges de catastrophes en chaîne ; également les réactions des créanciers des États-Unis à l'aggravation sans précédent du déficit courant américain (comment le reste du monde pourra-t-il financer ce déficit s'il dépasse les 5% du PIB d'ici 4 ou 5 ans ?)

Mais ne cherchons pas outre-Atlantique les raisons d'espérer ou de craindre. En définitive, une question se pose : la foi en la monnaie européenne ne dépend-elle pas de la reconnaissance politique de l'Europe ? Autrement dit, s'inquiéter de la valeur de l'euro n'est-ce pas avouer un déficit de confiance en l'Europe ?

P.S. : Entre la mi-octobre et la fin de l'année 2000, l'euro continue à baisser pour même atteindre son plus bas historique le 26 octobre de 0,8230\$; si bien que la BCE intervient effectivement à nouveau sur le marché des changes, le 3 novembre par deux fois, le 6 novembre et le 9 novembre, soit quatre fois en moins d'une semaine ! Mais les résultats sont décevants : l'euro cote 0,8520 \$ le 17 novembre bien que la crise politique américaine crée un climat d'incertitude outre-Atlantique. D'où l'accumulation de plusieurs critiques à l'encontre des interventions de la BCE sur le marché des changes pour soutenir la monnaie unique européenne : premièrement, la BCE est intervenue seule, sans l'appui d'autres banques centrales ; deuxièmement, ces interventions ont finalement moins d'impact que le ralentissement de l'économie américaine, ralentissement que les marchés anticipent au travers de la publication aux États-Unis de rapports de conjoncture et autres indices de confiance et d'activité ; troisièmement, certains experts jugent l'intervention du 9 novembre habile mais peu élégante, persuadés qu'ils sont que la BCE l'a entreprise pour profiter de l'imbroglio électoral américain ; quatrièmement, le prix Nobel G. Becker considère que la BCE "a été contrainte de réaliser des interventions pour montrer qu'elle faisait quelque chose (...) mais aucun banquier central, et à vrai dire aucun économiste non plus, n'est en mesure de savoir si l'euro est sous-évalué" ; enfin, cinquièmement, beaucoup considèrent que ces interventions répétées nuisent en définitive à la crédibilité de la BCE. J.-P. Fitoussi est cependant moins critique et aussi moins pessimiste dans Le Monde du 22 novembre. Pour lui, tout se passe comme si l'Europe souffrait d'un complexe d'infériorité. La création du grand marché unique et le lancement de l'euro constituent des réformes structurelles bien plus considérables que celles que l'Europe serait coupable aux yeux de certains de ne pas avoir encore faites, comme en particulier la flexibilisation du marché du travail et la réforme de la protection sociale. Les mutations que l'Europe a réalisées dans les années 90 sont peut-être causes de déstabilisation dans un premier temps mais elles devraient être facteurs de progrès dans les années qui viennent.

Sous-section 2 : LA PHASE DE L'EURO FORT

§1) La REMONTÉE de l'euro : COMMENT L'EXPLIQUER ?

• Une telle évolution était tout à fait envisageable comme le prouve la conclusion précédente. Mais il n'est pas évident d'expliquer ce revirement. Car si le déficit extérieur américain s'est bel et bien accentué (le déficit de la balance courante américaine représente 7% du PIB en ce milieu de la décennie 2000 alors qu'il y avait équilibre en 1991) et si la politique monétaire apparaît souvent comme plus accommodante que l'euro, pourquoi la chute du dollar intervient-elle spécialement à ce moment-là ? Car il n'y a pas eu communication d'information statistique importante, ni de profond changement de politique monétaire, ni encore d'évènement géopolitique spécialement marquant. Ensuite, la différence de taux entre les deux côtés de l'Atlantique est trop faible pour expliquer le phénomène, sans compter que les taux japonais sont proches de zéro depuis longtemps sans que le yen s'effondre pour autant. Enfin, la baisse du dollar ne peut s'expliquer en cette première partie de la décennie 2000 par la santé de l'économie américaine puisque celle-ci est meilleure que celle de l'Europe, la première connaît de réels signes de reprise alors que la seconde flirte avec la déflation. On peut cependant trouver des raisons de l'affaiblissement du dollar dans le creusement des déficits jumeaux des États-Unis (et par conséquent dans la soutenabilité de la croissance américaine) et a contrario dans l'élévation de l'excédent extérieur de la zone euro, ainsi que dans la réduction du flux des IDE de la zone euro vers les États-Unis. Soulignons au passage que comme la dette extérieure des États-Unis ne cesse de s'accroître et que le déficit est de moins en moins financé par les investisseurs étrangers et de plus en plus par les banques centrales asiatiques, il suffit que certaines de ces banques décident de vendre de leurs dollars, de façon à laisser aux autres le soin d'encaisser les pertes, pour que le dollar s'effondre. En cette première partie de la décennie 2000, on peut même être étonné que l'importance des déficits jumeaux américains n'affaiblisse pas davantage le dollar et que les États-Unis n'aient pas plus de problèmes de financement : la baisse du dollar peut certes décourager les investisseurs internationaux à poursuivre leurs placements aux États-Unis mais en même temps elle accroît la valeur des actifs que ceux-ci détiennent à l'étranger, lesquels actifs bénéficient de surcroît d'une bonne rentabilité, ce qui au total fait jouer le principe des vases communicants. En effet, si la dette externe des États-Unis est presque totalement libellée en dollars, leurs actifs sont libellés en monnaies étrangères pour les 2/3. De surcroît, les États-Unis bénéficient depuis longtemps d'une situation peu commune : alors que leur dette externe est supérieure à leurs actifs (actuellement de 30%), les revenus de ces actifs sont malgré tout supérieurs aux intérêts de leur dette ! C'est « l'effet 2 en 1 » de la dépréciation du dollar dont parlent P.O. Gourinchas et H. Rey : il y a un double processus d'ajustement de la position nette extérieure des États-Unis, par le canal commercial –réduction du déficit courant– et par le canal financier –revalorisation des actifs. Le fait que le dollar soit la devise clé attire les capitaux étrangers, lesquels sont en partie recyclés sous forme d'IDE à l'étranger, d'où la production de revenus nets importants qui permettent aux États-Unis de rembourser ce qu'ils doivent. La soutenabilité de leur déficit courant est donc assurée tant que les revenus nets de la balance des paiements présentent un solde excédentaire. Comme le montrent les deux auteurs, les États-Unis sont aujourd'hui non seulement un intermédiaire financier pour l'économie mondiale mais aussi une entreprise de capital-risque puisqu'ils empruntent à court terme « sûr et à bas coût » et prêtent à long terme « risqué et à fort rendement ». Par ailleurs, les pays créanciers des États-Unis préfèrent épargner à l'étranger, et tout spécialement aux États-Unis, parce que leur état de développement ne leur donne pas les produits d'épargne nécessaires. C'est ainsi que la Banque centrale chinoise place ses réserves pléthoriques en bons du Trésor américain mais qu'elle émet parallèlement des bons dits de stérilisation pour que la masse monétaire intérieure n'explose pas : en définitive, par son intermédiaire, les ménages chinois placent leur épargne aux États-Unis. Mais ce que les États-Unis ont à redouter, c'est que des pays créanciers comme la Chine décident d'acheter des actions de banques et d'entreprises américaines plutôt que des bons du Trésor. Cela aurait en effet un impact considérable sur le fonctionnement du capitalisme américain (signalons justement que courant mai 2007, la Société d'investissement étatique

chinoise –SIE- chargée de gérer une grosse partie des formidables réserves de change de la BoC prend une participation d'un peu moins de 10% dans le capital de Blackstone, l'un des plus importants fonds d'investissement américains ; l'objectif affiché est d'obtenir des rendements supérieurs à ceux qu'offrent les bons du Trésor). Notons que l'Europe est également concernée : début mars 2009 la Chine y envoie une délégation composée de dirigeants d'importantes entreprises pour étudier les possibilités de prises de participations... Comme le remarque François Lenglet (Enjeux-Les Échos de janvier 2008), « c'est toute la géographie de la propriété du capital qui se déforme au profit des nouveaux mondes, avec quelques années de décalage sur la géographie de la croissance et de l'épargne mondiale ». Cette déformation apparaît également quand on compare la crise de 2007 à celle de 1997. En 1997, ce sont les économies émergentes qui sont à l'origine de la crise et ce sont les États-Unis qui ont sauvé ces économies de la déroute, et en 2007 l'origine de la crise est aux États-Unis et ce sont les économies émergentes qui assurent la sauvegarde du système mondial. Comme le notent Éric Le Boucher (Le Monde du 6/1/2008), « la crise des subprimes a mis en évidence le bouleversement de l'ordre géofinancier mondial (...), le transfert du pouvoir financier de l'Occident vers l'Asie », et Nicolas Baverez (Le Monde du 9/1/2008), « la crise accélère le basculement de l'économie mondialisée vers le Sud ». Notons au passage une autre différence : en 1997, c'est le système des marchés, des banques et des entreprises qui est mis à mal, alors qu'en 2007 ce sont les ménages qui sont au départ les agents les plus exposés.

Les fonds souverains prennent en quelque sorte le relais des fonds de pension dans les sujets d'inquiétudes : hier, ceux-ci étaient considérés comme des fauteurs d'instabilité financière et le facteur essentiel expliquant le passage du capitalisme managérial au capitalisme actionnarial, et aujourd'hui ceux-là sont accusés de faire passer des objectifs géostratégico-politiques avant de simples objectifs de rentabilité financière. À long terme, cette recomposition peut être préjudiciable aux intérêts de nos pays, même si à court terme les fonds souverains se portent effectivement au secours de certaines de nos institutions financières en danger. Le FMI pourrait retrouver une aura perdue en jouant un rôle actif dans la gestion des réserves financières mondiales en général et de celles des fonds souverains en particulier. Il convient de rappeler ici quelques ordres de grandeur concernant les différents fonds mondiaux, ce qui amène d'ailleurs à nuancer le risque que présentent les fonds souverains et les fonds de pension : alors que le 1^{er} fonds d'investissement privé (le suisse UBS) « pèse » plus de 2000 milliards de dollars, le 1^{er} fonds de pension (le Japan Government Pension) un poids d'environ 300 et le 1^{er} fonds souverain (ADIA d'Abu Dhabi) a un poids de 600 environ (notons cependant que les fonds souverains ne cessent de grossir depuis le développement de la crise des subprimes : alors que, globalement, ils ne pesaient qu'un peu plus de 3000 milliards de dollars début 2008, ils en pèsent près de 4000 début 2011). Notons que le fonds d'investissement privé français d'Axa Group est estimé quant à lui à près de 1300 milliards de dollars.

L'existence et la progression des fonds souverains nous amènent à faire trois remarques concernant la situation de l'Europe :

- La force de l'Euro protège relativement les actifs européens.
- Les pays européens n'ont malheureusement pas actuellement la capacité de développer leurs propres fonds souverains.
- On pourrait assister en France au développement du paradoxe suivant : des banques et des entreprises, naguère sous la propriété de l'État français, et qui ont été privatisées depuis, pourraient devenir dans les années qui viennent la propriété d'États étrangers...

Par ailleurs, doit-on se demander comme le fait P.-A. Delhommais dans Le Monde du 19 mai 2003 si l'Europe ne perdrait pas en fait la guerre monétaire qu'auraient engagée contre elle les États-Unis en décidant de mener délibérément une stratégie de monnaie faible ? Marc de Scitiaux répond clairement par la négative (Les Enjeux de juin 2003) : "Un mythe tenace veut que les monnaies soient manipulables. C'est parfois vrai quand il s'agit de devises dont le marché est étroit. C'est absolument impossible pour des monnaies comme le dollar, l'euro ou le yen. Pour une raison simple : les volumes traités chaque jour sont bien supérieurs aux possibilités des

intervenants, banques centrales comprises. En réalité, les devises évoluent les unes par rapport aux autres en fonction de quatre paramètres : 1. Les soldes commerciaux (...), 2. Les soldes des investissements directs (...) 3. Les soldes des investissements financiers (...), 4. Comme les balances doivent toujours être équilibrées, l'équilibre final est réalisé par les entrées ou les sorties des capitaux à court terme. Celles-ci sont influencées par les niveaux comparés des taux d'intérêt". P. Artus (Le Monde du 31 mai 2008) met l'évolution des flux internationaux de capitaux en première position pour expliquer les mouvements de devises : selon lui, « la cause essentielle de l'appréciation de l'euro est à trouver dans les flux de capitaux qui se dirigent vers la zone euro (...) Or la zone euro n'a pas besoin de ces financements extérieurs : elle n'a ni déficit commercial ni dette extérieure (...) le rééquilibrage du marché des actifs en euros, à partir de cette situation initiale d'excès de demande, implique donc une appréciation de l'euro. L'euro fort vient donc du rôle croissant de monnaie internationale de réserve de l'euro »..

- Les déficits jumeaux américains constituent le facteur principal (ils nécessitent en effet chaque jour ouvrable un financement extérieur de 3 milliards de dollars) mais s'en ajoute un qui joue un rôle de plus en plus significatif : face à la faiblesse du billet vert, les banques centrales russe et asiatiques pourraient modifier la composition de leurs réserves en faveur de l'euro : la hausse de la monnaie unique s'en trouverait fatalement accentuée (à moins que ce ne soit la hausse du cours de l'euro qui donne l'impression que la part de la monnaie européenne dans les réserves de devises augmente). En ce qui concerne l'intervention éventuelle de la BCE (directement sur le marché des changes et/ou indirectement par le taux d'intérêt, et seule ou en concertation avec d'autres banques centrales), sa probabilité est difficile à apprécier quand l'euro est très haut comme lorsqu'il est très bas. Certains experts se fient à l'histoire passée pour dire en cette année 2004 que le taux de 1,35\$ peut être un seuil déclenchant possible puisqu'en 1995 les banques centrales sont intervenues quand les cotations en dollars du FRF et du DEM ont atteint cette valeur. Si intervention de la BCE sur le marché des changes il doit y avoir, pour avoir quelque chance de réussir, elle doit respecter plusieurs conditions : bien choisir son moment, bien communiquer et bien se coordonner avec d'autres banques centrales, en particulier celles d'Asie puisque la compétitivité de leurs économies ont besoin d'un dollar pas trop déprécié. Et pourquoi ne pas espérer en prime une coopération de la Fed qui pourrait craindre en effet qu'un dollar trop faible ne puisse continuer à jouer son rôle international ?

Mais il y a plus inquiétant. Car aux facteurs de baisse du dollar évoqués ci-dessus (les déficits jumeaux et la possibilité de voir de grandes banques centrales réduire leurs avoirs en dollars) s'ajoutent un risque de spéculation contre la monnaie américaine et un accord conclu début juin 2009 par la Chine et le Brésil qui décident que les tarifs de leurs échanges commerciaux seront désormais définis dans leurs monnaies nationales respectives, le yuan et le real. Si une crise du dollar devait s'ensuivre, la Fed ne pourrait pas faire autrement que d'élever ses taux, mettant ainsi en péril les ménages surendettés en particulier et de manière plus générale la croissance, non seulement à l'échelle des États-Unis mais aussi à celle de l'économie mondiale. Les risques seraient relativement maîtrisables si la croissance en Europe était vigoureuse, si la BCE menait une politique favorable à l'expansion de l'activité, si le pacte de stabilité ne limitait pas les marges de manœuvre budgétaires, et surtout si les gouvernements faisaient preuve d'une volonté politique nettement plus affirmée. Mais ce n'est pas du tout le cas. Si bien que, dans l'édition du « 18h.com » de l'Expansion du 1^{er} décembre 2004, M. Aglietta, exprime un avis très pessimiste : « si on n'arrive pas à augmenter la croissance en Europe, c'est la vision britannique qui va triompher, celle d'une zone économique de libre-échange, policée par les règles de la Commission. Les politiques seront de plus en plus nationales et à ce moment-là l'euro lui-même peut être remis en cause. Après tout, dans cette logique-là, la Grande-Bretagne et la Suède, qui sont en dehors de l'euro, sont en meilleure santé que les douze pays qui ont fait monnaie commune. Je le dis clairement : l'euro peut disparaître si l'on ne construit pas un système politique pour le diriger. Il n'y a aucun exemple dans l'histoire d'une union monétaire qui ait survécu sans souveraineté politique dans le même espace ». Selon ce même auteur, une configuration conjoncturelle particulièrement défavorable pourrait précipiter les choses : « Aujourd'hui, le risque majeur serait celui d'une forte récession, liée aux énormes déséquilibres

accumulés dans l'économie mondiale. (...) L'Europe pourrait alors avoir à faire face à une récession majeure et à des tensions sociales insoutenables. Les responsables politiques auraient besoin de récupérer à tout prix toutes leurs marges de manœuvre. (...) L'éventualité d'une telle crise montre que la confiance dans la monnaie ne peut se passer d'une souveraineté politique qui la légitime dans une situation de choc fort (...) L'euro est une monnaie sans État, qui ne peut s'appuyer sur les symboles de la souveraineté (...) C'est vraiment l'avancée d'institutions politiques mettant en commun des éléments significatifs de souveraineté qui permettra de sortir par le haut de la crise actuelle » (Alternatives économiques n°239 de septembre 2005).

Cette réflexion prend d'ailleurs tout son sens à la lumière des votes négatifs français et néerlandais au référendum sur le traité constitutionnel européen fin mai et début juin 2005. L'édition du « 18h. com » de l'Expansion du 3 juin 2005 fait la « une » sur « La mort de l'euro n'est plus un sujet tabou : un ministre italien prône le retour temporaire à la lire. Les responsables européens jugent l'hypothèse "absurde". Mais le débat sur la possibilité d'avoir durablement une monnaie sans État rebondit ». Le Monde du 9/7/2005 cite une étude de Patrick Artus consacrée à ce sujet : « il ne s'agit pas de faire de la provocation inutile mais de nous demander si l'évolution à moyen terme de la situation de la France et surtout de l'Italie ne rendra pas les avantages liés à la sortie de l'euro supérieurs à ses coûts (...) Bien sûr, les coûts de sortie de l'euro seraient gigantesques : coûts comptables, informatiques, liés à l'élargissement des écarts de taux d'intérêt vis-à-vis de l'Allemagne... Mais de quelle autre solution que sortir de l'euro disposeront les gouvernements dans dix ans si d'ici là la croissance potentielle et la compétitivité n'ont pas été améliorés ? ». Dans l'édition du 14/7/2005 du même quotidien, P.-A. Delhommais constate que « dans de nombreux pays du Vieux Continent, des sondages indiquent désormais une majorité en faveur d'un retour aux devises nationales. La monnaie unique est prise en grippe, accusée en vrac d'avoir apporté un surcroît d'inflation, enlevé du pouvoir d'achat, favorisé les délocalisations, supprimé des emplois, augmenté la pression fiscale (...) Mais cette contestation vient de changer de dimension, avec le refus des députés européens d'accorder leur confiance à la BCE, ce qui ne s'était jamais produit ». Le 29 mars 2006, le Professeur d'économie W. Hankel souhaite (dans une interview accordée à l'EIR) que l'euro soit réduit au rôle d'unité de compte et que les États membres retrouvent leur souveraineté monétaire, tout en coopérant entre eux. Il considère que l'UEM oblige concrètement son pays, l'Allemagne, à réaliser une sorte de transfert de ressources économiques et financières au profit des pays déficitaires comme la France, l'Espagne, l'Italie et la Grèce. Le 3 avril 2006 se tient en la mairie du 3^{ème} arrondissement de Paris une discussion avec pour titre provocateur « Vers la fin de l'euro ? ». Plusieurs orateurs, dont Ch. Chavagneux de la revue « Alternatives économiques » et Ch. de Boissieu, expriment plus que du scepticisme puisque la monnaie unique produit davantage de la divergence que de la convergence et qu'elle ne permet pas de relancer la croissance ni de réduire le chômage. Dans son numéro de mai 2006, le périodique économique « L'Expansion » évoque la fin de l'euro à deux reprises. D'abord dans un article que J.-P. Petit, directeur de la recherche économique à Exane BNP Paribas, consacre à la crise transalpine pour diagnostiquer que celle-ci peut devenir à plus long terme celle de l'Europe continentale tout entière et « qu'une fuite en avant protectionniste via une sortie de la zone euro est désormais envisageable pour les prochaines années et, avec elle, une cassure profonde et peu réversible de la construction européenne ». Ensuite, dans un article intitulé « L'euro, la monnaie désunie », est dressé un catalogue des difficultés et des erreurs qui font douter aujourd'hui de la longévité de la monnaie unique. Et un abandon de l'euro aurait des conséquences différentes selon les pays : il coûterait fort cher à certains, en particulier l'Italie, l'Espagne et la Grèce ; par contre, la France en subirait relativement beaucoup moins de dommages. Par ailleurs, pour éviter à l'euro une crise trop grave, sinon fatale, Jacques Sapir propose de distinguer deux zones : l'une, bien homogène, conserverait l'euro comme monnaie unique, et l'autre, moins homogène, aurait l'euro comme monnaie commune, qui se superposerait donc aux monnaies nationales des pays de cette zone.

- Cela dit, quand on regarde sur plusieurs mois l'évolution de l'euro par rapport au dollar, on a affaire à une suite de baisses et de hausses. Mais de manière globale, et comme le montre le

graphique produit par la BCE, la branche remontante du U va jusqu'au plus haut historique du 30 décembre 2004 avec un taux de change de 1,3666. Après ce pic, on assiste à une baisse durant le premier semestre de l'année 2005 puis à un plateau aux alentours de 1,20 lors du second, avant qu'une franche remontée ne se produise lors du 1^{er} semestre 2006 puisque le taux s'approche des 1,30 au cours de l'été. La fin de l'année 2006 et le début de l'année 2007 poursuivent ce qui constitue une période d'euro fort. Au cours de ces mêmes années, le baril passe le cap des 60\$ le baril (il dépasse même la barre des 65\$ au milieu de l'été 2005 et se dirige vers la barre des 70\$ à l'approche de la rentrée de septembre 2005, qu'il dépassera pour atteindre celle des 75\$ en avril 2006 et frôler celle des 79\$ mi juillet 2006) : le prix du pétrole n'en est donc que plus élevé en Europe, avec toutes les conséquences négatives que cela signifie.

Note : L'évolution du prix du baril de pétrole depuis le début de ce 21^{ème} siècle peut se résumer en deux principales phases : d'abord une période de relative stabilité, entre 2000 et mi-2003, autour de 25\$ le baril, puis une ascension régulière pour frôler les 80 dollars mi-2006. Mais fin septembre 2006, le prix du baril repasse sous la barre des 60\$ et cette baisse surprend les observateurs. Ceux-ci pensent que cela s'explique par l'apaisement des tensions géopolitiques mondiales, par le développement des énergies de substitution (promotion des biocarburants), par l'amélioration de l'efficacité énergétique (diminution de la consommation d'énergie par unité produite), par l'amorce d'un ralentissement de la croissance mondiale et par l'anticipation que de nouveaux gisements pétrolifères ont des chances d'être mis prochainement en exploitation. Mais ils se demandent si cette baisse n'est que temporaire ou si elle annonce l'écclatement de la bulle spéculative. Beaucoup d'entre eux estiment que les raisons profondes d'un prix élevé du baril sont toujours d'actualité (croissance mondiale soutenue et dynamisme des économies émergentes comme celle de l'Inde et de la Chine), surtout que l'on peut compter sur l'OPEP pour préserver sa rente en allant jusqu'à réduire sa production. C'est d'ailleurs ce qui se vérifie en septembre 2007 puisque le 12 de ce mois le baril bat son record historique en franchissant la barre des 80\$ à 80,18. Cette poussée particulièrement forte, qui va se confirmer par la suite, s'explique non seulement par les facteurs déjà mentionnés mais aussi par les comportements spéculatifs des investisseurs.

- Fin novembre 2006, l'euro passe le seuil de 1,30 dollar et bat un record par rapport au yen depuis sa création. Le 1^{er} décembre, l'euro a même dépassé la barre de 1,33 dollar et a atteint contre le yen le sommet historique de 154. L'euro reste fort tout au long des premiers mois de 2007, en dépassant en avril son niveau de début 2005 et en se rapprochant progressivement de son record historique de fin 2004. Le vendredi 13 avril, l'euro atteint 1,3553\$, sommet qu'il n'avait pas atteint depuis début janvier 2005, et il bat un nouveau record face au yen avec un pic à 161,42. Cette tendance se confirme par la suite : le lundi 16, l'euro est à 1,3577\$ et 162,43 yens, et même 1,6471 franc suisse. Et c'est le 27 avril qu'il bat ses deux records historiques : par rapport au dollar, avec 1 euro = 1,3682\$, et par rapport au yen avec 1 euro = 163,31 yen.

Après une phase d'accalmie, l'euro repart à la hausse début juillet (2007) et bat même son record historique contre le dollar puisqu'il grimpe jusqu'à 1,374\$ le mardi 10 puis 1,3794 le jeudi 12. Et il passe la barre des 1,38\$ en atteignant 1,3811 le vendredi 13, 1,3833 le mercredi 18, 1,3843 le vendredi 20, 1,3845 le :lundi 23, 1,3852 le mardi 24 (notons que le dollar baisse d'ailleurs par rapport à toutes les devises, au point que la livre sterling cote mi-juillet 2,0587\$, ce qui est un record depuis 26 ans).

Remarque : Selon P. Artus (Le Monde du 4 mai 2007), « il ne faut pas parler d'euro fort ! La monnaie unique s'est appréciée face au dollar, au yen et au franc suisse mais s'est dépréciée par rapport aux autres monnaies ». Pour lui, par conséquent, l'effet du taux de change de l'euro est neutre pour les entreprises qui sont « mondialement diversifiées », et on sait que 80% du chiffre d'affaires des entreprises du CAC40 sont réalisés à l'étranger et même 40% hors de l'Europe.

Cela dit, ces records d'avril et de juillet 2007 sont le résultat général de plusieurs facteurs :

- il y a une reprise de l'économie européenne, tirée essentiellement par l'Allemagne et dans une moindre mesure par l'Espagne ;
- la hausse des taux directeurs de la BCE réduit régulièrement l'écart entre les taux européens et les taux américains pendant que la BoJ maintient les siens à un niveau

extrêmement bas (0,5%). L'écart entre taux européens et américains pourrait se réduire d'autant plus que la Fed se mettrait à baisser les siens comme les marchés l'anticipent depuis plusieurs mois. Mais d'abord, ces marchés ont une tendance à surestimer la tendance que peut avoir la Fed à baisser ses taux comme si celle-ci préférait lutter contre la récession que contre l'inflation, alors que rien ne le prouve, tout au contraire. Ensuite, les prix sous-jacents augmentent d'une manière qui peut inquiéter légitimement la Fed, surtout que les salaires croissent de plus en plus vite. De plus, le dollar est contesté et les gains de productivité sont faibles. La politique de la Fed pourrait donc se traduire à court terme, en ce premier semestre de 2007, plutôt par un statu quo.

- la croissance subit aux États-Unis un net ralentissement, principalement causé par le retournement du marché de l'immobilier, alors qu'elle s'améliore sensiblement dans la zone euro, au point que le FMI estime qu'en 2007 celle-ci pourrait dépasser celle-là, ce qui n'est pas arrivé depuis 2001 ;
- l'importance des déficits jumeaux des États-Unis mine leurs performances économiques depuis plusieurs années et il est logique qu'un ajustement intervienne ;
- la santé de l'économie japonaise est encore fragile et le Japon peut encore craindre la déflation ;
- l'écart de taux d'intérêt entre le Japon et les autres pays encouragent les investisseurs à réaliser des opérations spéculatives de « carry trade » (emprunts en yens et placements en euros et en dollars, plus rémunérateurs), ce qui renforce ces monnaies, en particulier l'euro ;
- les responsables de la BCE et même des gouvernements de la grande majorité des pays de la zone euro ne réagissent pas spécialement face à l'euro fort, même si certains d'entre eux estiment qu'il ne faut pas que l'euro monte beaucoup plus haut.
- Les records de juillet s'expliquent plus spécialement par le jeu spéculatif des investisseurs de part et d'autre de l'Atlantique qui anticipent à la fois une nouvelle hausse à l'automne des taux directeurs de la BCE et une baisse de ceux de Fed
- La crise du secteur hypothécaire à risque aux États-Unis (« subprime mortgage ») inquiète de plus en plus. Les places boursières surréagissent fin juillet par une baisse qui efface en grande partie les gains réalisés depuis le début de l'année. Et on craint des cirques en cascade dans la sphère bancaire et une transmission des tensions du marché monétaire américain aux autres marchés monétaires. Le jeudi 9 août 2007 enregistre une aggravation de la situation et on commence à parler de crise financière. Malgré son degré de liquidité relativement élevé, la zone euro se trouve en manque au point que le taux au jour le jour dépasse légèrement le Refi. Plusieurs banques centrales sont obligées d'injecter massivement des liquidités : la Fed injecte ce jeudi en plusieurs opérations 24 milliards de dollars puis 38 le lendemain, et, en procédant à des appels d'offres en urgence au taux minimum –les 4% du Refi- et en décidant de souscrire à 100% les offres soumises, la BCE apporte au circuit monétaire de la zone euro 94,8 milliards d'euros le jeudi, puis 61,05 le vendredi, et finalement 230 milliards d'euros en moins d'une semaine (elle avait injecté 69,3 milliards le lendemain des attentats du 11 septembre 2001). La Banque d'Angleterre (BoE), la Banque nationale Suisse et les banques centrales du Japon (BoJ), d'Australie, de Norvège et du Canada sont intervenues elles aussi.

Parce que cette crise des « subprimes » renforce le rôle de valeur refuge du dollar, l'euro recule dans un premier temps jusqu'à retrouver mi-août son niveau de fin juin.

- Les mois d'août et de septembre 2007 sont marqués par la révélation de plus en plus marquée de cette crise financière qui trouve son origine dans les dysfonctionnements du crédit immobilier américain. Les prévisions de croissance sont révisées partout à la baisse, les inquiétudes prennent de l'ampleur et les marchés anticipent une baisse du taux directeur américain, d'où une chute des rendements anticipés des placements faits en dollar. Cela se traduit par deux nouveaux records historiques, et cela le même jour, le mercredi 12 septembre : le dollar chute, ce qui amène l'euro

à 1,3914\$, et le baril de pétrole monte jusqu'à 80,18\$! L'euro bat ensuite ses records pratiquement chaque jour de la fin de ce mois de septembre : ainsi, frôle-t-il le jeudi 27 le seuil de 1,42\$ à 1,4189 : c'est le sixième record en six jours !

On peut donc dire que l'appréciation de l'euro par rapport au dollar s'est accentuée à partir de ce milieu de l'année 2007. Cette accentuation-accélération s'explique en premier lieu par la divergence cyclique qui caractérise les conjonctures de part et d'autre de l'Atlantique : il y a d'un côté un net retournement de conjoncture aux États-Unis, ce qui fait reculer un dollar déjà mis en cause par les déséquilibres que provoquent les déficits jumeaux, et il y a de l'autre une réduction sensible de l'output gap de la zone euro. Cette divergence se traduit sur les marchés financiers par des performances boursières plus élevées sur les places européennes, ce qui va aussi dans le sens d'un attrait plus grand pour la monnaie unique. Cette accentuation-accélération s'explique aussi par un approfondissement de l'écart entre les taux directeurs de la Fed et de la BCE. Tout cela se traduit par une balance des mouvements de capitaux de long terme –IDE et IDP– entre les États-Unis et la zone euro qui s'améliore depuis 2006 au profit de cette dernière. En ce début d'année 2008, certains se posent la question de savoir si cette accentuation-accélération de l'appréciation de l'euro par rapport au dollar n'est pas appelée à s'atténuer et même à prendre fin si la conjoncture se renverse : dans quelques mois, l'économie européenne pourrait en effet connaître un freinage pendant que l'économie américaine redémarrerait.

- Les mois d'octobre et de novembre 2007 connaissent presque jour après jour des records toujours plus élevés concernant la faiblesse du dollar (donc la hausse des autres devises, en particulier de l'euro) et la hausse des prix du pétrole, d'autres matières premières et de produits alimentaires. Ces hausses de prix se généralisent et s'amplifient, et la crise financière hypothèque la croissance économique : on est en droit de se poser la question de savoir si nous n'entrons pas en réalité en stagflation. La situation économique du dernier trimestre 2007 fait irrémédiablement penser aux chocs pétroliers des années 1970. Faisons donc ici quelques rappels historiques concernant les chocs et contre-chocs pétroliers. Entre 1971 et octobre 1973, le prix du baril passe de 2 à 3 \$. En octobre 1973, la guerre du Kippour déclenche le 1^{er} choc pétrolier : le prix du baril est multiplié par 4 puisqu'il monte à 12\$ en janvier 1974. En 1975, les taux d'inflation atteignent 10% pour dépasser ce seuil par la suite, le PIB se contracte et les échanges commerciaux aussi. En réponse à cette crise stagflationniste, des mesures keynésiennes permettent de redresser un peu l'activité économique et d'en absorber le coût social, mais au prix d'une accélération de l'inflation. La guerre irako-iranienne provoque le 2^{ème} choc pétrolier : le prix du baril double en passant de 16\$ en 1979 à 32\$ en 1980, ce qui correspond à 98\$ d'aujourd'hui, corrigés de l'inflation. D'où une nouvelle phase stagflationniste les années suivantes, face à laquelle les responsables n'adoptent pas la même stratégie que lors de l'épisode précédent, décidés qu'ils sont de ne plus laisser l'inflation s'emballer. D'où une politique monétaire restrictive d'une grande rigueur. Il faut savoir que durant les 20 dernières années du 20^{ème} siècle, le prix réel du pétrole est divisé par 7 et qu'il a été multiplié par 7 entre 1999 et aujourd'hui. Comme le dit Marc de Scitiaux (Enjeux de décembre 2007), « si le prix du pétrole a été divisé par 7 de 1980 à 1999 c'est que le prix était trop élevé en 1980... et s'il a été multiplié par 7 de 1999 à 2007, c'est parce qu'il était trop bas en 1998... ». Avec un prix flirtant avec les 100\$, le prix du baril retrouve aujourd'hui son niveau le plus haut atteint lors du choc de 1979-1980 (ce fameux seuil des 100\$ est dépassé le 19 février 2008 avec un cours de 100,10\$ à la Bourse de New York). Le parallèle entre la situation de 2007 et celle des années 1970 mérite donc d'être fait. Cela dit, deux différences sont à souligner. D'une part, l'inflation actuelle reste globalement moins élevée que celle des années 1970 mais elle est néanmoins ressentie tout aussi négativement parce qu'elle tranche davantage avec la situation antérieure au cours de laquelle on pensait que l'inflation était définitivement maîtrisée. D'autre part, la situation des années 1970 correspond à une fracture relativement plus nette : c'est en effet à cette époque que le SMI de Bretton Woods implose et que l'instabilité financière s'installe, non seulement sur le marché des changes mais également sur les marchés des ressources énergétiques et agricoles.

- Fin 2006 et début 2007, la France est pratiquement le seul pays à exprimer ses inquiétudes sur les conséquences négatives de l'euro fort et lui attribue même ses mauvaises performances

économiques du 3^{ème} trimestre 2006 et la campagne pour l'élection présidentielle de 2007 montre une convergence des différents candidats sur ce point. Mais elle reste isolée à ce moment-là au sein de l'Eurogroupe : les autres membres estiment que l'on n'a pas encore atteint la zone critique. Les différences d'appréciation s'expliquent par le fait que les conséquences d'une variation du taux de change de l'euro ne sont pas les mêmes selon les pays (il y a là une preuve supplémentaire de l'hétérogénéité de la zone euro).

Fin 2007, une évolution se dessine : d'autres pays que la France, y compris l'Allemagne, considèrent qu'un euro à près de 1,50\$ est trop fort et devient un facteur de déséquilibre.

Par conséquent, il faut se garder de faire de la hausse de l'euro l'alpha et l'oméga de nos difficultés hexagonales, dont les principales causes sont en réalité plutôt structurelles. Quant à la BCE, cette évolution de l'euro la place devant un dilemme puisque d'un côté cette forte appréciation de l'euro peut handicaper les exportations et la croissance de la zone euro et que d'un autre la progression de la masse monétaire à un rythme soutenu et l'élévation des coûts salariaux attisent les tensions inflationnistes. Le risque stagflationniste que court la zone euro à la fin de 2007 exacerbe le dilemme pour la BCE puisque l'inflation de la zone est passée en glissement annuel de 2,6% en octobre à 3% en novembre et même au-delà par la suite, pendant que la croissance et la consommation marquent le pas.

Les experts sont divisés sur la stratégie à adopter : certains, comme J.-P. Fitoussi, estiment que la BCE doit baisser ses taux pour conjurer le risque de récession. D'autres, comme P. Artus, pensent au contraire que la sempiternelle solution qui consiste à mener une politique monétaire expansionniste pour limiter les dégâts d'une crise financière peut être un remède pire que le mal : l'abondance de liquidité alimente les bulles spéculatives plus qu'elle n'incite à investir puisque l'investissement est très peu élastique au taux d'intérêt.

Pour cette fin d'année 2007, la réponse de la BCE est donnée par sa décision rendue le 6 décembre : elle laisse ses taux directeurs inchangés... Alors que le même jour la BoE baisse son taux d'un quart de point à 5,5% et que quelques jours après, le 11 décembre, la Fed baisse à nouveau d'un quart de point son principal taux directeur à 4,25%, et de même pour son taux d'escompte qui passe à 4,75%.

- Début 2008, après une courte phase d'accalmie, l'euro reprend de la vigueur par rapport au dollar et dépasse 159\$ mi-mars et atteint le record de 159,13\$ le 10 avril. Parallèlement, deux records significatifs d'une période très agitée sont battus : pour la première fois de leur histoire, le prix du baril de pétrole brut léger dépasse à New York le seuil des 111\$ et l'once d'or celui de 1000\$, à Londres. La crise des subprimes est d'une gravité qui préoccupe de plus en plus de responsables et les autorités monétaires ont même de plus en plus de mal à y faire face : les baisses répétées des taux directeurs et d'escompte de la Fed semblent ne pas suffire.

La BCE laisse quant à elle ses taux directeurs inchangés tout au long des premiers mois de 2008.

- Il convient ici de faire une remarque importante : le maintien par la BCE de taux directeurs relativement élevés, qui s'explique par la progression excessive de la masse monétaire et des encours de crédits, et par les risques d'inflation, est en lui-même une cause possible de renchérissement de l'euro puisqu'il a pour effet d'attirer les capitaux étrangers (surtout que les investisseurs ont de moins en moins confiance dans le dollar). D'où le dilemme que l'on vient d'évoquer. Cependant, il est possible d'analyser différemment ce type de situation en reprenant les expressions un peu vieilles aujourd'hui de désinflation compétitive et de politique de monnaie forte. On avait naguère trop l'habitude de les dissocier alors que les associer constitue une stratégie qui a sa cohérence. En effet, puisqu'une monnaie forte a indiscutablement pour conséquence de réduire la compétitivité-change des produits « domestiques », on peut chercher à compenser cette réduction de la compétitivité-change par le renforcement de la compétitivité-prix, qui dépend d'ailleurs elle-même en grande partie de la compétitivité-coût. Et c'est pour réaliser cette compensation que la politique désinflationniste est par définition fort utile. D'un autre côté, une monnaie forte réduit certes la compétitivité-change mais elle présente aussi l'avantage d'inciter fortement les entreprises qui sont exposées à la concurrence internationale et qui veulent surmonter le handicap de change, à faire preuve de discipline en matière de fixation des marges et de maîtrise des coûts, à réaliser le maximum de gains de productivité, à développer

la compétitivité hors-prix et à se spécialiser au mieux : la monnaie forte peut ainsi engager le système productif dans un « cercle vertueux ». Ainsi, la monnaie forte peut favoriser la désinflation ; surtout qu'elle produit aussi de la désinflation importée puisque les importations coûtent moins cher. En somme, la politique de lutte contre l'inflation sert la politique de monnaie forte, laquelle renforce elle-même la désinflation.

Note sur la santé de l'économie américaine en ce début de 21^{ème} siècle : Etant donné que l'évolution de l'économie américaine, détentrice de la devise-clé, joue un rôle déterminant dans les mouvements de change, il est utile d'en relativiser un certain nombre d'aspects au vu des résultats de la première partie de la décennie 2000.

Entre 2000 et 2004 la croissance en volume du PIB a été de 10% mais grâce à une relance de type keynésien de 15,5% de points de PNB (2,5% de baisses d'impôts, 5% de dépenses publiques supplémentaires, 5% de crédits plus faciles pour l'immobilier, 3% de baisse du taux d'épargne). Ce constat appelle plusieurs commentaires et quelques compléments d'information (Voir à ce sujet l'article de J. Mistral dans « Le Débat » n° 143 de janvier-février 2007).

- La politique de l'administration Bush est en définitive davantage une politique de la demande qu'une politique de l'offre.
- La différence entre la croissance ex post de 10% et l'injection de 15,5% dans l'économie signifie au bout du compte une perte de compétitivité.
- Si la croissance américaine est malgré tout soutenue (en tous les cas elle est significativement plus forte au cours de cette période que celle enregistrée en Europe), elle est cependant moins forte que la croissance mondiale globale.
- L'économie américaine a moins profité de l'explosion du commerce mondial, non seulement que les pays émergents de la zone asiatique mais même que le Japon, l'Amérique latine et l'Europe. Comme se le demande J. Mistral, « l'Amérique est-elle devenue incapable de transformer sa supériorité technologique, sa capacité d'innovation, etc., en emplois répondant à la demande mondiale ? »
- Au cours de cette première décennie du 21^{ème} siècle, il y a comme un arrangement de fait entre les États-Unis et la Chine qui correspond à un partage d'intérêts bien compris : la Chine assure son développement grâce au moteur de ses exportations en direction des pays développés et les États-Unis continuent à financer le leur grâce en grande partie aux capitaux chinois. Comme le note J. Mistral (art. cité), cela résulte « de deux chocs simultanés : une préférence accrue de l'Amérique pour les biens importés et une préférence accrue de l'Asie pour des investissements en dollars ». Mais rien n'est moins sûr qu'un tel arrangement se prolonge encore longtemps. Plusieurs facteurs peuvent mettre un terme à cet arrangement (on se rappelle la contestation de l'hégémonie et du seigneurage américains au cours des années 1960) et un ajustement aura forcément lieu ; et la gravité des conséquences de cet ajustement dépendra de son niveau de brutalité. Mais il semble que de toute façon l'euro soit d'ores et déjà « condamné » à voir son ascension se poursuivre.

Un retournement de situation se produit dans la deuxième moitié de l'année 2007 : la crise financière des subprimes débutée en août s'aggrave au fil des semaines et des mois et contamine progressivement la sphère réelle. On craint dès le début de 2008 au mieux un ralentissement, au pire une récession de l'économie américaine. Quand on sait que l'inflation américaine passe de 2,5% en 2006 à 4,1% en 2007, ce qui est son plus haut niveau depuis 17 ans, on peut en conclure que la première économie du monde risque la stagflation. Et quand on constate que la Fed continue à baisser ses taux et se félicite de la politique de relance du gouvernement, on a la confirmation que les États-Unis sont prêts à tout faire pour éviter le chômage. Deux preuves supplémentaires sont données à la fin du mois de janvier 2008. D'abord avec la décision exceptionnelle prise le 22 de baisser ses taux directeurs d'un quart de point en réaction au krach boursier déclenché la veille. C'est la quatrième baisse en quatre mois ; c'est la première fois depuis septembre 2001 que la Fed prend sa décision sans réunir le Comité de politique monétaire (dont la réunion mensuelle était programmée pour la semaine suivante), et c'est la première fois depuis 26 ans que la baisse des taux de la Fed est d'une telle ampleur. Ensuite, et huit jours

seulement plus tard, le 30, la Fed baisse à nouveau son principal taux directeur, d'un demi-point, à 3%.

Comme on le note dans le cadre chronologique (1^{ère} partie), les événements se précipitent et la crise s'aggrave en mars 2008. Les interventions du gouvernement américain (durcissement de la réglementation) et de la Fed (baisses de ses taux) se multiplient pour tenter de sauver les institutions financières en perdition, restaurer la confiance et préserver la croissance de l'économie réelle. Le Président Bush lui-même s'inquiète de la baisse du dollar et réaffirme la philosophie en faveur d'un dollar fort. Mais la question qui se pose en réalité est de savoir quand les États-Unis considéreront qu'il faut enrayer la chute du dollar, autrement dit quand ils estimeront que les avantages d'un dollar faible (prime aux exportations, augmentation de la valeur des actifs détenus à l'étranger) deviennent insuffisants par rapport aux inconvénients : inflation importée, exposition des actifs américains au risque d'acquisition par des IDE, perte de réputation de la monnaie américaine et, par conséquent, perte de confiance des investisseurs dans le dollar – ce qui nuit au financement des déficits- et diminution de la part du dollar dans les réserves officielles des banques centrales – ce qui nuit à son leadership. Or, ce dernier point est important, dans la mesure où le leadership monétaire est non seulement une dimension de la puissance géostratégique mais où il est aussi source de substantiels profits comme cela est précisé plus haut (section II, sous-section 2).

Cela dit, le deuxième semestre de l'année 2008 débute avec des informations réconfortantes concernant la croissance économique américaine : en rythme annuel, le PIB a progressé de 3,3% entre mai et juin alors que les prévisions étaient à moins de 2%. Dans le même temps, l'Europe enregistre au contraire de mauvais résultats. Aux yeux de certains, cela prouve une fois de plus que les États-Unis sont plus réactifs que les Européens : l'explication réside dans le fait que la politique monétaire, la politique de change et les impulsions budgétaires sont très différentes, pour ne pas dire opposées de part et d'autre de l'Atlantique. Si bien que, paradoxalement, comme le titre le périodique « Alternatives économiques » de septembre 2008, « les spéculateurs américains ont fait n'importe quoi et ce sont les Européens qui trinquent ».

§2) Vers un retour du système de Bretton Woods ?

Concernant la situation internationale des changes, plusieurs experts se posent la question de savoir si on ne se trouve pas dans une situation similaire à celle de Bretton Woods. D'ailleurs, certains n'hésitent pas à parler de « Bretton Woods II ». Le SMI de Bretton Woods se caractérisait par l'existence d'un « centre » occupé par les États-Unis, disposant de la seule monnaie internationale, et d'une « périphérie », surtout européenne et japonaise, aux monnaies sous-évaluées et aux réserves en dollars de plus en plus importantes. Or, il est vrai qu'aujourd'hui on retrouve le même genre de configuration, sauf que la périphérie a son centre de gravité dans le sud-est asiatique, avec la Chine pour pôle essentiel. Le système de Bretton Woods II donnerait plus d'avantages que d'inconvénients aux principales parties prenantes : les États-Unis y puisent le financement de leurs déficits – l'économie américaine absorbe près de 80 % des transferts internationaux d'épargne – et les pays asiatiques y trouvent le moyen de maximiser leur croissance en dynamisant leurs exportations. Mais la soutenabilité de Bretton Woods II dépend de la capacité des États-Unis à contenir leur endettement et de la confiance des pays asiatiques en la valeur de leurs avoirs en dollars. Or, le déficit courant américain ne cesse de progresser : il a presque doublé en cinq ans, entre 2000 et 2005, ce qui fait peser de plus en plus le bouclage macroéconomique de l'économie américaine sur les banques centrales asiatiques. Que l'ajustement se fasse en définitive par une réévaluation des monnaies asiatiques ou par un atterrissage en catastrophe du dollar, il est de toute façon fort probable que l'euro reste à des niveaux élevés, même si la baisse de novembre 2005 peut faire penser le contraire. Car cette baisse est temporaire. Elle s'explique en effet par des facteurs de court-moyen terme : l'écart de taux directeurs entre celui de la Fed et celui de la BCE et la mauvaise situation en Europe : difficultés politiques ici et là, dérapages budgétaires dans plusieurs pays et violences urbaines en France, dont certains craignent la contagion à d'autres pays européens. Mais la BCE

laisse de plus en plus entendre qu'elle est prête à élever ses taux (ce qu'elle va effectivement faire à plusieurs reprises à partir de décembre 2005) et les déséquilibres de l'économie américaine continuent de s'aggraver (en septembre 2005, le déficit commercial a dépassé 66 milliards de dollars), ce qui va peser durablement sur le dollar. Cependant, quand plusieurs banques centrales se mettent, pour diversifier davantage leurs réserves de devises, à acheter relativement plus de titres en euros qu'en dollars, elles font baisser le rendement des titres européens, ce qui conduit mécaniquement l'épargne privée à acheter plutôt des titres américains. Et quand on sait que pour les États-Unis le montant des achats privés de titres représente actuellement 8,5 fois celui des achats publics, on comprend mieux que le dollar puisse à certains moments avoir tendance paradoxalement à progresser. Par ailleurs, le fait que le président de la BCE se montre de plus en plus inquiet par les tensions inflationnistes et qu'il prévienne qu'il peut élever les taux directeurs à tout moment soulève des critiques à la fois de la part des gouvernements, des syndicats et de divers experts jusqu'à l'économiste en chef de l'OCDE, qui pensent qu'un durcissement de la politique monétaire est un contresens dans un contexte de croissance atone. J.-C. Trichet a d'autant plus de mal à faire face à ces réactions que se font entendre des voix discordantes au sein même du Conseil des gouverneurs. Tout cela n'est pas très bon ni pour le principe de la transparence ni pour la sérénité des opérateurs de marché. Fin 2007, la crise des subprimes et le risque de stagflation aux États-Unis s'ajoutent à leurs déficits jumeaux et à la diversification des réserves de changes de la part de nombreuses banques centrales, en particulier celles des pays émergents, pour faire prédire à E. Le Boucher (dans sa chronique du 9 décembre 2007 dans le journal *Le Monde*) la fin du dollar roi et l'implosion du système de Bretton Woods II. La dégringolade du dollar à laquelle on assiste en particulier à la fin du mois de février 2008 lui donne plutôt raison.

§3) LES EFFETS DE LA REMONTÉE DE L'EURO

- La remontée de l'euro a, a priori, les effets symétriques de ceux que nous avons évoqués à propos de la baisse dans la sous-section précédente.

Conséquences plutôt négatives :

- 1) La hausse de l'euro handicape les exportations de la zone euro en réduisant la compétitivité-change et par conséquent la compétitivité-prix. Le niveau global d'activité s'en ressent négativement.
- 2) La hausse de l'euro handicape non seulement les grandes entreprises qui ont des contrats libellés en dollar et/ou qui ont des filiales hors zone euro, mais aussi les PME exportatrices pour lesquelles la hausse du coût de la couverture du risque de change pèse particulièrement lourd, surtout quand il s'agit de petites PME, et on sait que les PME françaises souffrent précisément d'une taille insuffisante comparativement aux PME allemandes.
- 3) La hausse de l'euro diminue mécaniquement les résultats comptables et financiers des entreprises installées dans les pays de la zone dollar.
- 4) Pour les entreprises américaines, la hausse de l'euro augmente leur compétitivité-prix ainsi que le montant de leurs résultats enregistrés en Europe.
- 5) L'euro monte essentiellement parce que le dollar baisse. Seulement, si le dollar baisse non seulement par rapport à l'euro mais aussi par rapport aux autres monnaies, il ne baisse pas dans les mêmes proportions par rapport aux différentes monnaies. Pour diverses raisons, il baisse davantage par rapport à l'euro. Cela signifie que cette évolution est relativement plus coûteuse pour la zone euro que pour d'autres parties du monde, en particulier l'Asie du Sud-Est.

Conséquences plutôt positives :

- 1) La hausse de l'euro est un facteur de désinflation importée. Cet avantage est significatif à partir du moment où le prix des biens importés et payés en dollars s'élève. Et c'est effectivement le cas pour les produits énergétiques, pour de nombreuses matières premières et pour certains biens alimentaires. Il faut cependant noter, en ce qui concerne tout spécialement le pétrole, que l'habitude est de dire que l'euro fort nous permet de le payer moins cher. Il faut

cependant tenir compte du fait que le prix élevé du pétrole s'explique en partie par le fait que les pays producteurs désirent, au travers de prix élevés, protéger leurs revenus d'un dollar faible : tout ce qui renforce l'euro par rapport au dollar, y compris la politique monétaire de la BCE, favorise ce comportement des pays producteurs. Au milieu de 2008, le Président de l'OPEP considère même que « le prix du baril est désormais indexé à la hausse ou à la baisse du dollar ». Il est donc possible de soutenir que la BCE, sous prétexte d'assurer la stabilité des prix par une politique de taux d'intérêt plutôt élevés, en tous les cas plus élevés que ceux de la Fed, comme c'est le cas en 2007-2008, participe en définitive à la hausse du prix du pétrole, et donc à l'alimentation de l'inflation.

2) La hausse de l'euro permet aux investisseurs européens d'acheter à bon prix les titres des sociétés cotés en dollars et inversement elle conduit les investisseurs hors zone euro à renoncer à beaucoup d'opérations financières libellées en monnaie européenne : l'euro fort favorise l'expansion mondiale des entreprises européennes et protège nos actifs des appétits des investisseurs internationaux.

3) La hausse de l'euro permet de bénéficier du cercle vertueux d'une monnaie forte : pour contourner le handicap de change qu'elles supportent, les entreprises européennes sont incitées à réaliser des gains de productivité et à développer des activités à fort contenu technologique et génératrices de haute valeur ajoutée.

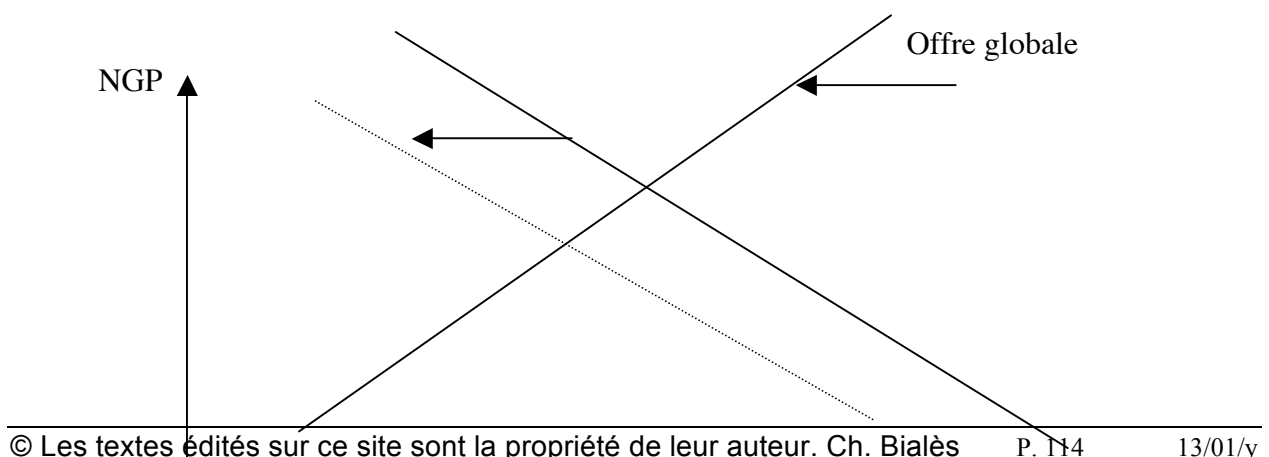
- Mais l'analyse statistique montre que l'impact de l'évolution du taux de change sur celle des flux commerciaux n'est pas forcément aussi radical que ce que prédit l'analyse économique. En effet, la hausse de l'euro et la baisse du dollar constatées en 2002-2005 peuvent laisser anticiper une amélioration de la position commerciale des États-Unis par rapport à la zone euro. En réalité, la structure des échanges commerciaux n'a pas été bouleversée. L'Allemagne retrouve même sa première place d'exportateur en 2004. Quant au Japon, dont la monnaie est robuste, voit ses exportations progresser plus vite que le commerce mondial. L'explication de cet apparent paradoxe se trouve dans les réactions de nos économies face à la mondialisation et à la concurrence qu'exercent les économies émergentes avec leur faible coût salarial : dans l'industrie, le salaire horaire moyen est de 21,4\$ aux États-Unis, de 17,3\$ en France, mais de 2,6\$ au Brésil et de 0,6\$ en Chine (voir *Le Monde* du 23/2/2005, p. 18). Les États-Unis et le Japon répondent à cette concurrence par leur avance technologique ainsi que par des marchés de biens et du travail flexibles, ce qui leur permet d'engranger des gains de productivité. Par contre l'Europe ne peut trouver de réponse que dans la compression des coûts salariaux, et par conséquent dans une forte modération salariale. Si bien que l'Europe tombe dans un cercle vicieux plutôt dépressif puisque la modération des rémunérations y ralentit la croissance, alors qu'aux États-Unis les salariés profitent des gains de productivité et la croissance se trouve donc soutenue par la vigueur de la consommation. Le cas de l'Allemagne montre que les progrès à l'exportation sont le résultat d'un jeu de vases communicants : il y a comme une forte corrélation entre déprime intérieure et dynamisme extérieur.

- Cette évolution de l'euro a donc des conséquences inquiétantes pour l'économie européenne dans la mesure où une monnaie forte joue contre la croissance, mais la sensibilité des économies peut être différente selon la spécialisation de celles-ci : ainsi, les économies de la France, de l'Italie et de l'Espagne sont beaucoup plus sensibles que celle de l'Allemagne. Les différents modèles utilisés (Quest, Nigem, MZE) montrent qu'une appréciation de l'euro entraîne dans tous les cas une réduction de la contribution de l'extérieur à la croissance, une désinflation et une perte d'activité ; par contre, l'effet sur la consommation des ménages et sur l'investissement des firmes est plus incertain (« L'économie française, comptes et dossiers 2004-2005 », INSEE). Contrairement à la situation précédant la naissance de l'euro où la monnaie forte était une politique délibérée, couplée à celle de désinflation compétitive, la situation des années 2002-2005 est celle d'une monnaie forte subie. Certains se plaisent à relativiser la portée de cette évolution dans la mesure où des estimations fondées sur la PPA aboutissent à un taux de change d'équilibre entre euro et dollar de 1,10-1,12. Mais d'abord, ces mesures définissent plutôt un taux d'équilibre pour le long terme ; des déséquilibres internes (déficit public, inflation et chômage) et externes (déficit ou excédent courants) ne manquent pas d'écarter le taux effectif de sa valeur de

PPA (certains modèles prenant en considération ces déséquilibres aboutissent à un taux de change d'équilibre de l'euro contre dollar de 1,15-1,20). Ensuite et surtout, le problème n'est pas tellement dans le niveau du taux de change nominal ; il réside dans le fait que l'euro s'apprécie dans une phase où la croissance européenne est plus faible que partout ailleurs. Dans la Lettre de l'OFCE n° 247 du 2 avril 2004, J.-P. Fitoussi estime que « le taux de change de l'euro (reconstitué) depuis le début des années 1990 a évolué en sens inverse de ce que la situation économique exigeait, notamment en phase de ralentissement ». L'évolution de l'euro serait donc procyclique, ce qui amène d'ailleurs certains à anticiper une baisse de l'euro puisqu'il semble y avoir actuellement en Europe une certaine reprise de l'activité. La difficulté est que la « procyclicité » de l'euro est contraire aux intérêts de notre économie dans la mesure où il vaut mieux une monnaie forte en phase haute du cycle et une monnaie faible en phase creuse du cycle. Par ailleurs, la fin de l'année 2004 est marquée par une forte montée du prix du pétrole. Celle-ci fait même craindre un nouveau choc pétrolier. La reprise économique européenne est encore plus problématique que prévue. L'euro de plus en plus fort (en novembre 2004 l'euro se met à dépasser 1,30 \$ et il frôle 1,50\$ en novembre 2007) réduit peut-être la facture pétrolière et protège les actifs européens de la gourmandise de certains investisseurs internationaux, mais nuit à la croissance en affectant la compétitivité des entreprises européennes : si les exportations allemandes résistent assez bien, ce n'est pas le cas de celles de la France et encore moins de l'Italie. Les indices d'évolution en volume des exportations de biens et de services sont en 2007, pour 100 en 1999, de 111,2 pour l'Allemagne, de 83,6 pour la France et de 65,9 pour l'Italie. Quand on sait que l'Italie arrivait, avant la mise en place de l'euro, à être compétitive grâce à l'utilisation massive de la dévaluation de sa monnaie, on comprend qu'en étant dorénavant privée, elle a beaucoup de mal à s'adapter à la nouvelle donne de la monnaie unique ; au point que certains se demandent même si cela ne peut pas être une cause d'écclatement de la zone euro. Ce qui vient d'être dit pour les années qui précèdent la crise des subprimes est également valable pour les années qui l'ont suivie : le niveau élevé de la monnaie unique en 2010-2011 se marie avec un taux de croissance médiocre et une forte élévation des prix des matières premières, à commencer par celui du pétrole. Le fait que les conséquences d'une variation du taux de change de l'euro ne soient pas les mêmes selon les pays (il y a là une preuve supplémentaire de l'hétérogénéité de la zone euro) s'explique par trois facteurs. D'abord, la structure de leur commerce extérieur : ainsi, la France importe relativement moins que les autres de l'extérieur de la zone euro (les importations de la France venant de l'intérieur de l'UE représentent en 2005 2 fois le montant de celles qui viennent de l'extérieur de l'UE, contre 1,78 fois pour l'Allemagne), d'où un moindre effet désinflationniste de la hausse de l'euro. Et au contraire la France exporte relativement plus que les autres à l'extérieur de la zone euro (les exportations de la France pour des pays de l'UE ont un montant 1,66 fois supérieur à celui des exportations pour des pays extérieurs à l'UE, contre 1,73 pour l'Allemagne), d'où un effet plus pénalisant de la hausse de l'euro sur la compétitivité de ses produits (alors que le commerce extérieur de la France souffre dès que l'euro dépasse 1,20\$, celui de l'Allemagne commence à souffrir pour un euro supérieur à 1,35\$). Ensuite, la qualité de la spécialisation de l'offre nationale : celle de l'industrie française est moins performante que celle de nombreux de nos principaux partenaires-concurrents. Enfin, la compétitivité des produits français est principalement une compétitivité-prix, une compétitivité quantitative, alors que celle des produits allemands par exemple est davantage une compétitivité hors prix, une compétitivité qualitative. L'Allemagne retrouve en 2007 son rôle de locomotive économique de l'Europe : l'un des facteurs principaux de cette renaissance est l'ensemble des réformes entreprises (gel des salaires, augmentation du temps de travail, extension de la sous-traitance de certains composants dans des pays coûts de production) qui permettent aujourd'hui à l'appareil productif allemand d'exprimer son excellence dans de nombreux secteurs : « Si on compte les secteurs industriels dans lesquels il y a spécialisation, sur 40 secteurs possibles on en trouve 4 en France, 2 en Italie, 16 en Allemagne, 10 en Suède » (P. Artus, *Le Monde* du 27/2/2006). De plus, la France est bien placée dans des secteurs, tels que la construction aéronautique (70% de notre commerce haut de gamme sont constitués par le matériel de transport contre 24% pour l'Allemagne), le transport aérien, la construction automobile, la pharmacie et

l'armement, secteurs où les ventes se font essentiellement hors zone euro : ces ventes sont donc particulièrement pénalisées par un euro fort . D'où le creusement de notre déficit commercial et si l'euro continue à monter, cela va porter un coup très dur à ces secteurs et accentuer le phénomène de désindustrialisation. Comme le dit de son côté l'économiste Marc Touati, « l'atout des exportateurs allemands est d'avoir les bons produits, pour 45% des biens d'équipement, bien positionnés et de qualité, et les bons clients, en Asie et en Europe de l'Est, où la croissance est forte ». Ce qui est sûr, c'est que l'euro fort va participer d'une manière ou d'une autre à une redistribution des cartes économiques au sein de l'économie de la zone euro, et cela en relation avec les contraintes qu'impose la mondialisation de l'économie et la globalisation de la finance. Par ailleurs, l'inflation de la zone euro dépasse la norme de 2% (notre taux d'inflation est sensiblement le même que celui des États-Unis alors que notre croissance est deux fois moins forte...) et la liquidité de l'économie européenne est excessive. Au total, on peut d'une part se demander si on ne retrouve pas la configuration de la stagflation. D'autre part, on assiste à un dialogue de sourds entre les États-Unis et l'Europe sur les mouvements du change. Les États-Unis, tout en affirmant qu'ils sont favorables à un dollar fort, rappellent que « la valeur des devises doit être déterminée sur un marché ouvert et concurrentiel » : autant dire qu'ils s'opposent à une intervention sur le marché des changes. Dans le même temps, les ministres des finances de la zone euro se réunissent à Bruxelles le 15 novembre 2004 après que l'euro ait franchi 5 jours plus tôt le seuil de 1,30 \$ pour s'alarmer de la « volatilité excessive des taux de change » et des conséquences négatives d'un euro trop fort, mais ne décident rien de concret et prouvent une fois de plus l'impuissance de l'Europe en matière de gestion du change. D'ailleurs, l'euro ne cesse de monter dans les jours et semaines qui suivent pour aller de records en records. Les années 2005 à 2007 sont des années d'euro fort, malgré une évolution en petit « U » (après le grand « U » de la période 1999-2004). Le record de fin 2004 est dépassé en avril 2007. M. Romano Prodi estime alors que « s'il ne fait aucun doute que cela nous donne des avantages sur l'inflation, sur la stabilité économique, mais du point de vue de la compétitivité sur les marchés il est certain que nous en souffrons tous » ; il souhaite donc que l'euro ne devienne pas plus fort. Mais au même moment, M. José Manuel Barroso, le Président de la Commission européenne, considère que l'euro n'est pas trop fort et qu'un euro fort est le signe d'une économie forte, qu'il n'est pas un sujet de préoccupation.

- La crise financière de l'été 2007, qui a débuté dans le secteur immobilier aux États-Unis, est marquée dans les semaines qui suivent par des records successifs de plus en plus impressionnants à la fois du taux de change de l'euro par rapport au dollar et du prix du baril. Comme on l'a mentionné plus haut, début novembre, le président de la BCE s'inquiète essentiellement du risque inflationniste et celui de la Fed du ralentissement de la croissance. C'est pour cela que le premier maintient ses taux alors que le second baisse les siens. Si nous n'avons pas à nous plaindre de la stratégie américaine parce qu'elle est finalement profitable au monde entier, la stratégie de la BCE soulève la question de sa pertinence. En effet, selon le modèle DG-OG (voir notre document sur la modélisation macroéconomique), l'effet d'un euro fort combiné à un prix élevé du baril concerne davantage le niveau d'activité que le niveau des prix :



La hausse du prix du baril de pétrole, synonyme de choc exogène d'offre, fait se déplacer vers le haut la courbe d'offre globale mais ce déplacement est d'autant moins ample que l'appréciation de l'euro est forte. En même temps, l'euro fort, parce qu'il handicape les exportations et favorise les importations, exerce une pression à la baisse sur la demande étrangère nette, donc sur la demande globale : la courbe qui la représente est donc poussée vers la gauche. Si bien qu'au total, et comme le graphique le montre, l'effet sur les prix est très modéré alors que celui sur l'activité peut être très sensible.

Le début de l'année 2008 est marqué par une montée des risques : une aggravation du danger stagflationniste et un euro trop fort. Le danger stagflationniste est alimenté par la crise des subprimes et par la hausse des prix des matières premières, en particulier des ressources énergétiques, et également par celle des prix de produits agricoles (certains parlent de la fin du cycle de 20 ans d'inflation maîtrisée). La question se pose de savoir si les économies émergentes, en particulier celle de la Chine, seront un moteur suffisamment puissant pour soutenir malgré tout l'économie mondiale. L'euro, quant à lui, est considéré de plus en plus comme trop fort parce que sa valeur par rapport au dollar présenterait désormais plus d'inconvénients que d'avantages. La question se pose alors de savoir comment contenir la hausse de l'euro et même comment organiser son reflux. Pour cela, on pourrait certes souhaiter une diminution des taux directeurs de la BCE pour faire baisser l'euro en réduisant l'attractivité financière de la zone euro, mais c'est faire fi des tensions inflationnistes qu'une telle décision pourrait attiser. La solution résiderait plutôt, selon certains analystes, dans le rééquilibrage entre épargne et investissement au sein de la zone euro. En effet, celle-ci dégage une capacité de financement, autrement dit une épargne nette positive, parce que son commerce extérieur se solde par un excédent. Cela signifie tout à la fois que la zone euro n'investit pas assez, qu'elle a une épargne suffisante et qu'elle n'a donc pas besoin de capitaux étrangers : la demande de titres de placement et d'investissement qu'expriment les investisseurs étrangers, trouve alors en face d'elle une offre insuffisante, ce qui fait mécaniquement grimper la monnaie européenne. Pour que l'euro ne soit pas aussi fort, il faudrait par conséquent que les entreprises européennes investissent davantage -mais les perspectives les y encouragent-elles ?- et/ou que les pouvoirs publics européens investissent dans les infrastructures et dans la R&D, ce qui correspondrait d'ailleurs à la stratégie de Lisbonne -mais dans quelle mesure peuvent-ils s'affranchir des règles du PSC ? Ces questions méritent d'être posées mais l'évolution de la situation pourrait y apporter spontanément une réponse. En effet, entre 2006 et 2007, les soldes des balances bilatérales de la zone euro avec certains pays évoluent plutôt défavorablement. Ils se dégradent avec les États-Unis, la Chine et le Japon. Certes, le solde avec le Royaume-Uni a encore progressé, mais cela durera-t-il dans la mesure où l'euro s'apprécie non seulement par rapport au dollar mais aussi par rapport à la Livre ?

De toute façon, dès la fin du mois de janvier 2008, ces questions semblent passer au second plan des préoccupations à cause du déclenchement d'une véritable crise économique, avec ses différentes dimensions : elle est d'abord immobilière puis bancaire depuis l'été 2007 avec la crise des subprimes, puis elle est boursière avec le krach qui s'est produit au cours de la deuxième quinzaine du mois, enfin cette crise devient financière et commence à affecter l'économie réelle. Le début du mois de mars marque une aggravation inquiétante de la situation. Cette crise confirme un découplage et en efface un autre. Le découplage qu'elle confirme est celui qui existe en matière de politique monétaire entre la Fed et la BCE (un changement commence à se dessiner dans les commentaires que font certains analystes : la stratégie adoptée par la Fed face à la crise est de plus en plus critiquée alors que la position de la BCE semble davantage admise). Le découplage que la crise efface est celui, économique, entre les économies occidentales et les économies émergentes. La crise bancaire et boursière du mois de janvier 2008, débutée en août 2007 avec la crise du crédit hypothécaire, mine l'espoir de voir la forte

croissance des secondes compenser le ralentissement d'activité des premières : le découplage risque en effet de n'être qu'un simple décalage dans le temps dans la mesure où l'aggravation de la crise est telle que les économies émergentes ont peu de chances d'y échapper à leur tour.

Car le premier trimestre 2008 voit s'approfondir la crise : non seulement la crise financière touche la sphère réelle, mais en plus son périmètre s'élargit, et cela doublement : elle affecte tous les pays, et pas seulement les pays occidentaux, et elle touche toutes les formes de crédit, et pas seulement les crédits hypothécaires risqués : sont également visés les crédits à la consommation et les crédits faits aux entreprises fragiles. À cela s'ajoutent de nouveaux records pour le prix du pétrole et une poursuite de l'augmentation des taux d'inflation, des États-Unis à la Chine en passant par l'Europe.

Jusqu'à la mi-juillet 2008, l'euro et le prix du baril de pétrole battent des records, pendant que de nombreuses banques ne cessent de rencontrer de sérieuses difficultés. Puis la monnaie européenne et les prix énergétiques s'assagissent un peu mais la crise financière continue et les signes de contamination à la sphère réelle se multiplient.

Le début de l'année 2011 est marquée par la révolte des peuples de plusieurs pays arabes. Le risque géopolitique que fait courir le cas lybien s'ajoute à l'augmentation de la demande mondiale de pétrole, à la rigidité de l'offre et à la spéculation pour expliquer la progression forte et probablement durable du prix du baril. On peut alors y voir l'amorce d'un troisième choc pétrolier et le retour prévisible de deux conséquences mécaniques : l'accumulation de pétrodollars et leur recyclage d'un côté et la stagflation de l'autre.

§4) Quel avenir pour l'euro et quel devenir pour l'Europe ?

Le début de l'année 2005 est marqué par la question de la ratification du traité constitutionnel. Il est certain qu'en rester au Traité de Nice n'est pas envisageable, tant ce texte bloque le processus décisionnel et peut paralyser le fonctionnement de l'UE. La règle est en effet très complexe : pour qu'une coalition puisse déboucher sur une décision, il faut qu'elle représente à la fois 50% des États, 62% de la population de l'UE et 72% des voix du Conseil. Le traité constitutionnel soumis à ratification propose une règle décisionnelle à coup sûr plus efficace. Après l'échec du Sommet de Bruxelles en décembre 2003, celui de Bruxelles de juin 2004 débouche sur un accord important concernant la majorité qualifiée : une décision est adoptée si 55% des États représentant 65% de la population de l'UE vote en sa faveur. Au cours d'une émission radiophonique (« L'esprit public », sur France Culture, du 20 mars 2005), J.-L. Bourlanges a insisté à juste titre sur le rééquilibrage géopolitique du processus décisionnel que le traité constitutionnel réalise par rapport au traité de Nice : le premier donne en effet un pouvoir décisionnel plus important que le second à l'Europe des pays fondateurs, celle des 6 pays du marché commun. La France aurait un poids de 13,3% contre 9%, le couple franco-allemand de 31% contre 18%, l'Europe des 6 de 459% contre 36%, et l'Europe des dix nouveaux 17,5% contre 26%.

Mais le texte que la Conférence intergouvernementale a arrêté est tout de même en retrait sur de nombreux points par rapport à celui que la Convention avait rédigé. Et surtout, il reste très perfectible sur deux questions fondamentales pour l'avenir de l'UE et le devenir de l'euro.

La première est celle de la politique macroéconomique qui continue à dépendre de règles rigides et de mécanismes insuffisants comme les GOPE (grandes orientations des politiques économiques) et autres LDE (lignes directrices pour l'emploi). Les institutions européennes, qui n'ont pas de réelle légitimité démocratique, imposent leur doctrine économique. Maîtrisant les politiques conjoncturelles, elles contraignent les États à mener des politiques structurelles : il faut qu'ils réduisent les dépenses publiques, avec pour risques l'étouffement de la croissance et l'aggravation des inégalités.

La seconde question est celle du vote à l'unanimité qui s'impose non seulement pour la révision de la Constitution européenne elle-même mais aussi dans plusieurs domaines économiques stratégiques : la définition du cadre financier sur 5 ans qui fixe les plafonds des dépenses de

l'UE, la possibilité de doter l'UE d'un impôt européen, l'harmonisation des fiscalités et la politique sociale. J.-P. Fitoussi rappelle que l'UE n'a pas pu adopter une taxe commune sur les revenus des capitaux à cause du seul Luxembourg : « 300 000 habitants s'opposent à la volonté de 300 millions ; demain, ce sera Chypre ou Malte ».

Avec ce traité constitutionnel il semble donc que la logique intergouvernementale l'emporte sur la logique fédéraliste. C'est autour de ce lancinant débat sur les logiques de la construction européenne que doivent se décider les citoyens ou leurs représentants appelés à se prononcer sur le projet de Constitution européenne ; en sachant que l'Europe avance depuis le tout début par une « politique des petits pas » et que les négociations se poursuivront entre les États-membres, que ce soit le « oui » ou le « non » qui l'emporte, mais évidemment pas avec la même philosophie ni pour le même projet. Certains pensent que malgré tout « un tiens vaut mieux que deux tu l'auras »...

Mais maintenant que le « non » l'a emporté aux référendums français et néerlandais, les questions du devenir de l'Europe, du contenu de son projet politique et de l'avenir de l'euro deviennent encore plus critiques. Comme P. Artus le souligne (« Enjeux-Les Échos » de septembre 2005), il y a « disparition totale de toute coopération et de toute coordination dans l'Union. (...) L'Union est dominée par le "chacun pour soi". (...) Dès lors, les sujets de préoccupation sont multiples. Comment conserver une monnaie unique entre des pays qui ne coordonnent aucune autre politique ? (...) À quoi sert l'Europe sans projet commun dans la recherche, le militaire, l'éducation ? Pourquoi subir les coûts bureaucratiques de l'Europe si elle n'apporte pas de coordination ou de mises en commun de politiques permettant d'atteindre une taille critique ? Pourquoi n'avoir qu'une seule institution fédérale, la BCE, ce qui lui donne un poids disproportionné ? Bref, cette Europe a-t-elle encore un sens ? » Dans le même numéro du même mensuel, É. Dupin estime lui aussi que « la construction européenne est en panne. Pour progresser dans la voie de l'union politique, il manque un projet. Et des hommes ». C'est avec un projet clair et ambitieux, et des hommes engagés et crédibles que la construction européenne pourra repartir. L'évolution se mesurera grâce à l'Eurobaromètre, qui, année après année, quantifie l'attachement des peuples à la cause européenne : alors qu'en 2002, 59% des Européens jugeaient l'adoption de l'euro « globalement avantageuse » et 29% « globalement désavantageuse », en 2006 ils sont respectivement 48% et 38%. En particulier, ils considèrent, à 93%, que l'euro entraîne depuis sa création une forte augmentation des prix, ce qui soulève au passage non seulement la question de l'explication de l'écart entre inflation « officielle » et inflation perçue mais aussi celle de la nécessité de « personnaliser » les calculs d'indices des prix comme le propose l'INSEE sur son site Internet depuis fin février 2007. En ce qui concerne plus précisément les Français, en 2006, ils sont 52% à estimer que l'euro est une mauvaise chose.

Une nouvelle ère de l'Union européenne et de la zone euro s'ouvre en 2007-2008 avec le traité de Lisbonne, signé le 13 décembre 2007, et qui doit être ratifié par les États membres courant 2008 (la France le ratifie en février) . Ce traité, dit « traité modificatif », prévoit dans son article 1 la modification du traité sur l'UE (initialement le traité de Maastricht) et dans son article 2 celle du traité instituant la Communauté européenne (initialement le traité de Rome). Le premier de ces deux traités gardera son nom tandis que le second deviendra le « traité sur le fonctionnement de l'UE ». Ce traité de Lisbonne est souvent appelé « traité simplifié » mais c'est bien à tort dans la mesure où il est relativement compliqué. Il doit permettre malgré tout une amélioration du fonctionnement de l'Union européenne et de la zone euro. Mais le jeudi 13 juin 2008, les Irlandais le rejettent à une large majorité (53,4% de « non »), ce qui plonge à nouveau l'Europe dans une grave crise institutionnelle.

En guise de CONCLUSION, et pour montrer une fois de plus l'aspect profondément politique des décisions économiques, citons Jean-Paul Fitoussi (Le débat interdit - 1995) : "la seule, la vraie justification économique de la construction européenne, c'est qu'elle permet d'accroître le bien-être des peuples -c'est-à-dire leur niveau de vie et leurs opportunités d'emploi. Ce n'est pas de rechercher la vertu financière au détriment de la cohésion sociale".

BILAN GÉNÉRAL... MAIS PROVISOIRE.**§1) LE BILAN ACTUEL DE L'EURO.**

OUI (avantages de l'euro)	MAIS (limites de l'euro)
<p>La création de l'euro est un pas important dans la construction européenne : l'institution d'une monnaie unique s'inscrit logiquement dans la suite de la formation du marché unique.</p> <p>La création de l'euro est soutenue par trois logiques : une logique économique d'intégration, une logique monétaire de coordination et une logique cambiaire de crédibilisation.</p>	<p>C'est au pouvoir politique de légitimer le pouvoir monétaire et non l'inverse.</p> <p>Les logiques qui président au fonctionnement de la zone euro semblent inspirées par le libéralisme et le monétarisme, avec les risques de dérives qui peuvent leur être attachées.</p>
<p>L'euro, au fur et à mesure qu'il prend la stature de monnaie internationale, procure plusieurs avantages :</p> <ul style="list-style-type: none"> . bénéficier d'un "droit de seigneurage" . avoir la possibilité de commercer et d'emprunter en sa propre monnaie, . jouir d'une plus grande liberté en matière de politique monétaire . faire preuve d'une "douce négligence" (benign neglect) en matière de politique de change . obtenir la confiance des investisseurs internationaux 	<p>L'euro n'est pas encore en mesure de concurrencer le dollar.</p> <p>La gestion d'une devise clé entraîne certaines servitudes.</p> <p>Un euro fort nuit à la compétitivité-change des producteurs européens</p>
<p>La zone euro constitue une « zone monétaire optimale » selon les critères de Mc Kinnon, Kenen, Fleming et de Grauwe.</p>	<p>La zone euro n'est pas une ZMO selon les critères de Mundell et de convergence des structures économiques et transparence de la gouvernance.</p> <p>Etant donné que les économies nationales gardent encore beaucoup de spécificités, le risque de chocs asymétriques n'est pas négligeable.</p> <p>Sous prétexte que la zone euro est relativement peu ouverte au commerce international, la monnaie unique est censée la protéger des chocs extérieurs ; mais c'est oublier que les crises se transmettent essentiellement par le canal financier.</p> <p>Contrairement à ce que l'on pensait – et souhaitait – les économies de la zone euro ont nettement davantage divergé que convergé : la politique monétaire unique a de ce point de vue un effet pervers incontestable.</p>
<p>. L'augmentation des échanges commerciaux et des mouvements de capitaux</p>	<p>L'euro supprime l'ajustement par le change, et, comme la mondialisation empêche les</p>

<p>(investissements directs internationaux) grâce la réduction des coûts de conversion et de couverture du risque de change. Cette réduction des coûts est estimée à plus de 20 milliards d'euros par an par la Commission.</p> <p>. La disparition des risques spéculatifs.</p> <p>. Il n'y a plus le problème de la n^{ième} monnaie pour laquelle la politique monétaire est exogène et le pouvoir monétaire s'en trouve ainsi mieux partagé.</p> <p>. La politique monétaire, parce qu'elle est unique et que la BCE est indépendante, gagne en crédibilité.</p> <p>. La zone monétaire optimale peut être considérée comme un facteur de croissance endogène par les externalités qu'elle dégage au profit de l'ensemble des pays concernés.</p> <p>. La monnaie unique oblige les États à coordonner leurs politiques économiques pour lesquelles ils gardent encore une certaine autonomie : les politiques fiscales et budgétaires.</p> <p>L'argument essentiel qui milite pour la coordination des politiques budgétaires tient en deux mots : interdépendances et externalités.</p>	<p>ajustements par les prix, restent les ajustements par les quantités, c'est-à-dire l'emploi et l'investissement.</p> <p>L'abandon entre les mains de la BCE de la politique monétaire peut être coûteux en matière de politique de lutte contre le chômage, d'efficacité du policy mix (au sens étroit de combinaison entre politique monétaire et politique budgétaire mais aussi au sens large de combinaison entre politiques conjoncturelles et politiques structurelles).</p> <p>La diversité des modes de gouvernance en présence et l'enchevêtrement des responsabilités entraînent à la fois une concurrence entre États (notamment socio-fiscale) et une perte générale d'efficacité et de légitimité.</p> <p>La politique monétaire de la BCE est contestée à la fois dans ses objectifs (trop exclusivement centrés sur la stabilité des prix), dans ses modalités de mise en œuvre (manque de réactivité et pas assez de type discrétionnaire), dans son efficacité (pertinence de l'arme des taux courts) et dans ses conséquences : la politique monétaire unique accroît les divergences entre les économies comme le montrent les écarts importants entre les taux d'intérêt réels d'un pays à l'autre, ce qui a des conséquences cumulatives néfastes.</p> <p>La politique budgétaire soulève aussi de redoutables questions. Quel compromis trouver entre la nécessité de laisser à chaque pays l'autonomie de sa politique budgétaire pour lui permettre une régulation macroéconomique adaptée à sa propre situation et le besoin de coordonner les différentes politiques budgétaires nationales pour éviter les coûts des stratégies non coopératives ? Un problème fondamental et toujours non résolu pour la zone euro est celui de sa gouvernance : quel avantage y aurait-il à aller jusqu'à réaliser un fédéralisme budgétaire ?</p> <p>Que penser aussi de la politique de change mise en œuvre par la BCE en l'absence d'un véritable « gouvernement économique » de la zone euro pour en fixer les orientations ?</p>
<p>Les critères de Maastricht ont permis une certaine convergence des économies appelées à former la zone euro. D'où une baisse possible des taux d'intérêt, ce qui ne peut être que favorable à la croissance et à l'emploi.</p>	<p>Les critères de Maastricht sont seulement monétaires et financiers et laissent de côté d'autres critères, en particulier dans le domaine social, qui pourtant définissent tout autant les caractéristiques des économies nationales.</p>
<p>De même que l'indépendance de la BCE doit permettre d'éviter tout laxisme monétaire,</p>	<p>De même qu'est critiquée l'étroitesse des critères de Maastricht, de même est critiquée</p>

<p>le pacte de stabilité et de croissance doit permettre d'éviter tout dérapage en matière de finances publiques.</p>	<p>celle des critères du PSC : l'orthodoxie en matière budgétaire est dénoncée comme celle en matière monétaire car l'une comme l'autre peuvent, sous prétexte de saine gestion, se révéler défavorables à la croissance, à l'investissement et à l'emploi.</p> <p>Pour tenir compte de ses effets pervers on a adouci ses critères, et, suite aux pressions exercées en particulier par les grands pays, il n'a jamais été réellement mis en œuvre, ce qui met encore davantage à mal sa crédibilité.</p> <p>La question du PSC a le mérite de faire réfléchir sur la thématique du déficit public tolérable et de la dette publique soutenable, thématique alimentée par beaucoup d'idées reçues.</p> <p>Les crises des subprimes et des dettes souveraines forcent les responsables politiques et économiques de la zone euro à réviser profondément le fonctionnement du dispositif de discipline budgétaire.</p>
<p>Les politiques monétaire (menée par la BCE) et budgétaires (menées en principe dans le respect des règles du PSC) doivent assainir la situation économique et constituer un socle suffisamment solide pour réaliser efficacement les réformes structurelles nécessaires.</p> <p>Le taux annuel moyen d'inflation de la zone euro est resté tout au long des 15 années de son existence aux environs de 2%, ce qui est un succès.</p> <p>Une conséquence favorable d'une inflation réduite est la faiblesse des taux d'intérêt.</p> <p>Les élargissements successifs de l'Europe ont permis à chaque fois à la croissance de s'accélérer, et par exemple celui de 2007 fait que le PIB de l'Europe (493 millions de consommateurs) dépasse celui des États-Unis (295 millions de consommateurs). Mais, par tête, le PIB européen reste 30% inférieur à l'américain.</p> <p>La Commission évalue à 8,7 millions de nouveaux emplois créés entre 1999 et 2010 contre 1,5 million lors des 7 années précédentes.</p> <p>Avec les crises des subprimes et des dettes souveraines, l'euro démontre ses capacités de résistance et de résilience.</p>	<p>Le taux d'inflation avait déjà significativement baissé avant l'introduction de l'euro. Depuis, le taux d'inflation est resté bas, ce qui est une réussite, malgré le ressenti bien différent des consommateurs.</p> <p>En ce qui concerne les finances publiques, beaucoup de pays, et spécialement les plus grands de la zone euro, ont du mal à respecter les règles du PSC. Sans doute ces règles sont-elles en grande partie inadaptées mais il y a aussi l'insuffisance de la croissance, la volonté de défendre le système de protection sociale et le problème endémique du chômage. D'une certaine façon, la réussite de l'euro a l'inconvénient de permettre à l'Europe de retarder les réformes structurelles que la mondialisation rend nécessaires.</p> <p>Les politiques structurelles ne sont cependant pas des solutions miracles : les politiques d'offre ne peuvent réussir que si elles sont judicieusement mariées avec de vigoureuses politiques de demande.</p> <p>Le policy mix européen est souvent accusé d'être la cause essentielle de la croissance molle européenne, surtout quand l'euro est plutôt fort, même si un euro fort est par ailleurs un facteur de désinflation importée et de promotion des IDE.</p> <p>Depuis le déclenchement de la crise des subprimes et de sa suite avec la crises des dettes souveraines, la zone euro est devenue la zone développée de l'économie mondiale où</p>

	<p>le taux de croissance est devenu le plus bas. Certes, la zone euro n'a pas explosé mais elle peine à éviter le risque déflationniste que lui fait courir la politique d'austérité considérée comme la réponse adéquate aux déficits et dettes publics excessifs.</p>
<p>L'euro est favorable aux différents compartiments des économies et à l'ensemble de leurs acteurs, qu'il s'agisse des marchés de capitaux, des banques, des entreprises ou des ménages.</p> <p>L'euro permet une meilleure intégration financière et par conséquent une allocation plus efficace des capitaux disponibles aux investissements.</p> <p>Grâce à l'euro, les banques bénéficient d'importantes économies d'échelle, d'un élargissement de leur clientèle et d'un accroissement du volume de leurs opérations.</p> <p>Pour les entreprises, l'euro supprime les coûts de conversion et de couverture de risque de change, facilite la gestion de leur trésorerie et de leurs opérations de commerce international, ce qui facilite les opérations intraeuropéennes et améliore leur environnement décisionnel. Elle bénéficient de l'intégration financière et de la concurrence entre les établissements de crédit.</p> <p>Pour les ménages, l'introduction de l'euro est directement favorable aux touristes et à tous ceux qui mènent des activités transfrontalières. Il est également favorable en principe aux consommateurs puisqu'il permet davantage de transparence et suscite davantage</p>	<p>Les marchés financiers européens restent sous-dimensionnés par rapport aux marchés anglo-saxons et n'ont pas la même importance selon les pays européens. L'hétérogénéité de la fiscalité de l'épargne est dommageable. Le marché monétaire est moins intégré que le marché financier.</p> <p>Le marché financier international a considéré dès le début la zone euro comme un ensemble homogène et a donc traité les différents pays aux mêmes conditions, comme si les uns et les autres offraient le même risque. Cela est une explication centrale du développement de la crise des dettes souveraines qui a secoué plusieurs pays particulièrement fragiles.</p> <p>Pour les banques, la mise en place de l'euro a entraîné des coûts supplémentaires. L'euro a aussi pour elles l'effet d'intensifier la concurrence et donc d'alimenter de puissantes vagues de concentrations.</p> <p>Le risque systémique fait logiquement de la BCE le PDR européen mais rien d'officiel n'est spécifié sur ce point. Il n'empêche que les crises des subprimes et des dettes souveraines font de la BCE l'acteur principal du sauvetage de la zone euro et démontrent la nécessité absolue d'une union bancaire.</p> <p>Pour les entreprises aussi, l'euro est une occasion d'augmentation des coûts : coûts d'adaptation des systèmes comptables, de gestion de trésorerie et des contrats, de l'informatique, coûts administratifs divers, coûts de formation du personnel.</p> <p>L'introduction de l'euro nécessite de la part des ménages de plus grands efforts encore d'adaptation que chez les autres agents économiques. De surcroît, l'euro alimente des phénomènes d'illusion monétaire qui brouillent les processus de décision. Enfin, paradoxalement, alors que la politique</p>

de concurrence. Un euro stable est aussi une bonne chose pour les consommateurs et pour les épargnants.	monétaire unique a pour principal sinon pour exclusif objectif celui d'assurer la stabilité des prix, l'un des reproches que les ménages européens font le plus souvent à l'euro est d'avoir provoqué une forte hausse des prix.
---	--

§2) LE BILAN CONTROVERSÉ DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCE.

A- Il faut d'abord reconnaître que les quatre grands défis que cette jeune banque centrale a eu à relever n'étaient pas simples :

- le défi de la crédibilité (et donc de sa réactivité) ;
- le défi de l'indépendance (et donc aussi de sa transparence) ;
- le défi de la divergence des économies de la zone euro qui est loin de répondre aux critères d'une zone monétaire optimale ;
- le défi de l'élargissement.

Il faut également insister sur la conséquence très favorable de la monnaie et de la politique monétaire uniques : la protection contre les crises de change. Cette protection est double : elle concerne d'une part les relations monétaires intraeuropéennes, en ce sens que l'euro a fait disparaître les politiques de change non coopératives, et d'autre part les relations monétaires extraeuropéennes en ce sens que la reconnaissance internationale de l'euro comme monnaie de facturation, de règlement et de réserve protège les acteurs économiques européens de l'instabilité monétaire ambiante. Cette protection contre les crises de change produit elle-même des conséquences positives en chaîne : les taux d'intérêt peuvent baisser et les exportateurs bénéficient d'un environnement plus stable, et tout cela ne peut être que favorable à la croissance et à l'emploi.

B- Cela dit, les jugements sur la politique monétaire menée par la BCE sont partagés entre pragmatisme et conservatisme.

Ceux qui sont favorables considèrent que la BCE fait en définitive preuve d'un pragmatisme de bon aloi ; les autres considèrent au contraire qu'elle mène une politique monétaire trop conservatrice, ce qui est très préjudiciable à l'économie européenne.

1) Le pragmatisme que montre la BCE, et qui lui assure un certain succès, est double :

- a) Même si on considère souvent que la BCE poursuit la stabilité des prix comme objectif essentiel –voire unique, sa politique a concrètement participé à la stabilisation de la conjoncture.
- b) Entre la NEK (nouvelle économie keynésienne) et la NEC (nouvelle économie classique), autrement dit entre la stratégie de cible d'inflation et la stratégie de cible monétaire, la BCE a mêlé ces deux sources d'inspiration théoriques et combiné ces deux principes stratégiques :

Sources d'inspiration théoriques	Principes d'action stratégiques	Objectifs spécifiques poursuivis
NEK	Cible d'inflation : moins de 2% d'inflation	Action par les taux directeurs sur le niveau d'activité économique pour assurer la stabilité des prix à court terme.
NEC	Cible monétaire : moins de 4,5% de croissance annuelle de M3	En fonction de la théorie quantitative, il y a une relation forte sur le long terme entre évolution de la masse monétaire et évolution du niveau général des prix : la surveillance de l'évolution de M3 est donc le moyen de désamorcer les anticipations inflationnistes, et par là d'assurer la stabilité des prix sur le long terme.

2) Le conservatisme de la BCE a handicapé au début l'économie européenne.

Même si ses statuts lui fixent deux objectifs, l'objectif primaire de stabilité des prix et l'objectif secondaire de soutien des politiques macroéconomiques en faveur de la croissance et de l'emploi, la BCE privilégie excessivement le premier selon plusieurs experts. Pourtant, la maîtrise de l'inflation (qui n'est d'ailleurs pas due seulement aux interventions de la BCE mais aussi à des facteurs extérieurs) donne la possibilité à la BCE de soutenir de manière plus franche et directe les politiques conjoncturelles en faveur de l'activité et de l'emploi ainsi que les réformes structurelles, en particulier celles qu'implique la mise en œuvre de la stratégie de Lisbonne. Mais la BCE mène une politique monétaire stricte, d'autant plus qu'elle y voit le moyen d'asseoir au mieux sa crédibilité. Mais elle n'est pas assez réactive, et, selon certains, pas assez pragmatique. De surcroît, elle serait « surpuissante » selon les termes de Dominique Strauss-Kahn, directeur général du FMI depuis le 1^{er} novembre 2007. Tout cela expliquerait les résultats très mitigés en matière d'inflation (par rapport à la norme établie par la BCE elle-même) mais aussi une croissance contrariée par des orientations que certains jugent carrément déflationnistes et une compétitivité sacrifiée par un euro qui serait surévalué par une stratégie de monnaie forte ; et quand le dollar baisse de 10 centimes, cela coûte 1 milliard d'euros à Airbus. Par ailleurs, la politique de communication de la BCE et la fiabilité de ses projections statistiques sont souvent critiquées.

Il convient cependant de nuancer ces critiques. Primo, malgré les nombreuses hausses des taux directeurs tout au long de l'année 2006, les taux réels à la fin de l'année restent très modérés : 1,3% à 3 mois et 2% environ à 10 ans (ils s'élèveront dans les premiers mois de 2007 mais baisseront considérablement ensuite, à l'occasion de la crise des subprimes, au point de devenir proches de 0 et même négatifs, spécialement aux États-Unis). Secundo, la politique de monnaie forte se marie très bien avec à la fois avec la désinflation et avec la promotion des gains de productivité ; et encore faut-il démontrer qu'il y a bien une politique délibérée de monnaie forte, surtout que la politique de change est de la responsabilité du gouvernement et non de la Banque centrale, et l'on sait que la zone euro manque précisément d'un réel pouvoir économique. Tertio, reprocher à la BCE son manque de réactivité, c'est ne pas comprendre que la réactivité constatée aux États-Unis s'explique moins par le comportement de la Fed que par le jeu de mécanismes financiers (renégocier des prêts hypothécaires, garantir de nouveaux crédits grâce aux plus-values latentes réalisées sur des actifs spéculatifs) qui donnent à l'économie américaine

beaucoup de ressort quand les affaires vont bien ; mais il faut être aussi conscient que ces mêmes mécanismes peuvent accentuer la récession quand la conjoncture se retourne (voir l'article de J.-P. Patat dans *Le Monde Économie* du 20/6/07).

Au total, se trouve donc engagée la responsabilité de la BCE, responsabilité qui devrait être la contrepartie nécessaire à son indépendance ; et il faudrait que le pouvoir politique soit en mesure d'en tirer toutes les conséquences. Notons que des personnalités politiques françaises vont jusqu'à mettre en cause l'indépendance de la BCE : c'est une exception française de plus, puisque les autres pays, l'Allemagne en tête, défendent au contraire ce principe avec fermeté.

§3) LE BILAN MITIGÉ DE LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA ZONE EURO

A- D'abord pour l'ensemble de la zone euro, malgré les incontestables avantages retirés de la centralisation des décisions au niveau communautaire liée au marché unique et à la monnaie unique, il y a depuis les années 1990 et avant même le déclenchement des crises des subprimes et des dettes souveraines, à la fois un retournement négatif de tendance que l'euro n'a pas enrayé concernant sa croissance en termes de niveau et de stabilité, et un décrochage de ses résultats par rapport au reste du monde dans plusieurs domaines importants : croissance bien sûr mais aussi solde commercial, emploi, innovation, recherche, utilisation des nouvelles technologies.

L'explication réside dans le jeu de plusieurs facteurs. Peut-être dans le fait que les hausses de productivité seraient utilisées en Europe à diminuer le temps de travail et à augmenter celui du loisir alors qu'aux États-Unis elles servent à faire progresser le revenu, comme l'estime O. Blanchard (in « L'Europe déclassée », Flammarion, 2005) ; sans doute aussi dans le fait que la progression des gains de productivité s'est ralentie en Europe (selon G. Cette, la productivité « structurelle » de l'UE est d'environ 80% de celle des États-Unis). Mais plus sûrement dans l'inefficacité des politiques de régulation macroéconomique (manque de réactivité à la fois de la politique monétaire européenne et des politiques budgétaires nationales des différents pays européens) et dans l'inadaptation des configurations institutionnelles des pays européens (et spécialement des plus grands d'entre eux) aux enjeux d'une économie mondialisée et de l'innovation technologique. Plusieurs questions s'imposent donc pour relever tous ces défis. En particulier celle de savoir si, après avoir réalisé avec la monnaie unique et le PSC la centralisation des politiques de demande pour profiter des externalités qu'elles sont censées développer, il est souhaitable de centraliser également les politiques de l'offre. Si oui, dans quels domaines convient-il de le faire prioritairement (institutions du marché du travail, politiques sociales, politique fiscale, politique de la concurrence, politique industrielle, politique de la recherche et de l'enseignement supérieur) et comment réaliser le partage des compétences entre la Communauté et les États-nations, autrement dit quel degré de centralisation adopter ? La stratégie de Lisbonne a en principe pour but de donner des réponses à ces questions. Mais elle est d'ores et déjà en échec. Il faut donc commencer, et de manière urgente, par réformer la stratégie de Lisbonne. En définissant un objectif peut-être plus réaliste mais surtout en disposant de moyens de gouvernance plus performants, notamment en allant plus loin que ce que propose la méthode de coordination ouverte (MCO), et cela grâce à un budget communautaire autrement plus important pour financer en particulier des actions incitatives pour orienter les politiques nationales. Il faut que chaque État membre non seulement s'engage solennellement à atteindre les objectifs décidés en commun mais aussi qu'il fasse effectivement le nécessaire pour les atteindre, ce dont on peut parfois douter puisque « la monnaie unique tend même à quelque peu anesthésier les ajustements nominaux (change, prix, taux d'intérêt) et à les reporter sur les variables réelles (croissance, emploi, structures) » (H. Bourguinat, in « Questions internationales », n°17 de janvier et février 2006).

En cette période où l'UEM semble être entrée dans une phase de rendements décroissants, on a intérêt à conforter la logique de l'intégration par une logique intergouvernementale, ce que peut réaliser la stratégie de Lisbonne, mais avec des moyens de réalisation et des dispositifs de

régulation plus efficaces.

Avec les crises des subprimes et des dettes souveraines (le seconde étant la conséquence directe de la première), la zone euro a failli imploser. Elle a toujours du mal à en sortir quand on voit ses performances en termes de croissance économique et le peu de solidarité économique et financière dont font preuve ses États membres. Mais toute crise aboutit malgré tout à une prise de conscience et à des remises en cause : la gouvernance de l'UEM est fort heureusement en train d'évoluer pour éliminer progressivement les insuffisances institutionnelles de la zone euro.

B- Ensuite, au sein de la zone euro elle-même les pays enregistrent des performances non seulement très inégales mais qui surtout ont tendance à diverger de plus en plus. En sont non seulement la cause les élargissements successifs qui ne sont pas accompagnés des évolutions institutionnelles nécessaires mais aussi la politique monétaire unique qui a de plus en plus de mal à faire face à l'hétérogénéité de la zone et donc aussi le policy mix inefficace qui en résulte.

En définitive, l'euro connaît sans doute des succès techniques et fonctionnels, mais il ne réussit pas à faire progresser l'intégration économique et politique de l'Europe comme il en avait en quelque sorte la mission : de ce point de vue, l'échec politique de l'euro est aujourd'hui aussi celui de la construction européenne.

ANNEXE :

Taux annuel de croissance PIB (PPA)	96-05	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005		Moyenne	Écartyp
Économie mondiale	3,8	3,5	4	4,2	2,2	3,1	4,4	2,4	2,9	3,9	5,2	4,7		3,6818	0,9537
UE	2,3	2,5	1,7	2,7	2,9	2,5	2,5	1,8	1,1	0,9	2,4	1,8		2,0727	0,6589
ALENA	3,4	2,1	2,7	3,9	3,5	4,2	4	0,6	2,2	2,8	4,1	3,4		3,0455	1,104
Taux annuel de croissance PIB/hab															
Économie mondiale	2,5														
UE	2,1														
ALENA	2,3														
Taux de chômage															
UE			10,9	10,6	10	9,3	8,4	7,5	8	8,3				9,125	1,2669
Zone euro						10	8,7	8,4	8,6	8,8				8,9	0,6325
EU			5,3	4,9	4,5	4,2	4	4,7	6	5,5				4,8875	0,6792
OCDE			7,3	6,9	6,7	6,5	6,2	6,3	6,9	6,8				6,7	0,3586
Variation des prix à la consommation															
UE		3,1	2,2	2	1,3	1,8	2,7	1,9	2,5	2	2,4			2,19	0,5087
Zone euro						1,1	2,1	2,3	2,2	2,1	2,1			1,9833	0,4401
EU		2,5	3,3	1,7	1,6	2,7	3	1,6	2,3	1,9	3,3			2,39	0,6757
OCDE (hors pays à forte inflation)		7,3	4,7	4,2	1,9	1,9	2,7	1,4	2,1	1,7	2,7			3,06	1,8392
Solde extérieur															
(En pourcentage du PIB mondial)															
(Source : OCDE)															
Indice harmonisé de compétitivité pour la zone		108,8	104,3	98,1	102,2	90,7	85,2	87,5	95,1	106	108,6	100,9		98,855	8,2856
(Source : Banque de France)															
Investissements internationaux de la zone euro															
IDE				-44,5	-81,3	-118,1	17,6	-102,4	2,1	-3,4	-64,2	-202,3		-66,28	69,697
IDP				-24,3	-110	-47,7	-111,5	68,1	107,3	41,7	68,2	156,9		16,522	94,934
(Source : BCE)															
Dettes publiques brutes (% PIB)															
UE (15)		70,8	72,6	71	68,9	67,9	64,1	63,1	61,5	63,1	63,3	64,4		66,427	3,9005
Zone euro (12)		73,6	75,2	74,9	74,2	72,7	70,4	69,3	68,2	69,3	69,8	70,6		71,655	2,522
(Source : Eurostat)															

L'EURO

TABLE DES MATIÈRES

SECTION I : L'EURO, UNE ETAPE CRUCIALE POUR LA CONSTRUCTION D'UNE EUROPE POLITIQUE ?	3
§1) OUI :	3
§2) MAIS :	3
SECTION II : L'EURO, UN MOYEN DE PARTAGER LE POUVOIR MONETAIRE ?.....	6
Sous-section 1 - Un partage du pouvoir monétaire entre partenaires européens ?	6
§1) OUI :	6
§2) MAIS :	6
Sous-section 2 - Un partage du pouvoir monétaire au niveau mondial ?	7
§1) OUI :	7
§2) MAIS :	11
SECTION III : L'EURO S'IMPOSE-T-IL PAR LA LOGIQUE.....	14
DE L'ÉVOLUTION CONTEMPORAINE ?.....	14
§1) OUI :	14
A- Une logique économique d'intégration	14
B- Une logique monétaire de coordination	14
C- Une logique cambiaire de crédibilisation	14
§2) MAIS :	14
A- Pour ceux qui sont attachés à la souveraineté des États,	14
B- Pour ceux qui refusent de considérer l'euro comme la solution miracle	15
SECTION IV : LA ZONE EURO CONSTITUE-T-ELLE.....	16
UNE ZONE MONÉTAIRE OPTIMALE ?	16
Sous-section 1 - Questions préalables :	16
§1) Comment définir une zone monétaire optimale ?	16
A- D'un point de vue général,	16
B- Si la zone est trop petite,	16
C- Si la zone est trop grande,	16
§2) Comment délimiter une zone monétaire optimale ?	16
A- Années 60 : la zone monétaire optimale est définie par des critères ponctuels.....	16
B- Années 70 : la zone monétaire optimale est définie par des conditions macroéconomiques générales.	17
C- Années 80 : la zone monétaire optimale est définie par l'homogénéité des préférences.	17
D- Années 90 : la zone monétaire optimale est définie par comparaison de ses coûts et avantages.	17
Sous-section 2 - La zone euro est-elle optimale ?	18
§1) OUI :	19
§2) MAIS :	19
SECTION V : L'EURO APPORTE-T-IL SUR LE PLAN MACROÉCONOMIQUE PLUS D'AVANTAGES QUE D'INCONVÉNIENTS ?	24
§1) OUI :	24
§2) MAIS :	25
A- Les critiques de l'U.E.M. en général :	25
B- Les critiques des critères de Maastricht	57
C- Les critiques du Pacte de stabilité et de croissance (PSC).....	61
• La question des critiques faites au PSC.	63
• Le tournant de septembre 2004.	72
• L'assouplissement du PSC décidé en mars 2005.	74
• Juin 2009 : refus d'un assouplissement supplémentaire du PSC, malgré la crise des subprimes.	75
SECTION VI : L'EURO APPORTE-T-IL SUR LE PLAN MICROÉCONOMIQUE PLUS D'AVANTAGES QUE D'INCONVÉNIENTS ?	84
SOUS-SECTION 1 : L'euro apporte-t-il plus d'avantages que d'inconvénients aux marchés de capitaux ?	84
§1) OUI :	84
§2) MAIS :	84
SOUS-SECTION 2 : L'euro apporte-t-il plus d'avantages que d'inconvénients aux banques ?	86
§1) OUI :	86
§2) MAIS :	86
SOUS-SECTION 3 : L'euro apporte-t-il plus d'avantages que d'inconvénients aux entreprises ?	87
§1) OUI :	87

L'EURO

§2) MAIS :	87
SOUS-SECTION 4 : L'euro apporte-t-il plus d'avantages que d'inconvénients aux ménages ?	88
§1) OUI :	88
§2) MAIS :	89
SECTION VII : LE CHANGE	91
EURO-DOLLAR	91
Sous-section 1 : LA PHASE DE BAISSSE DE L'EURO	92
§1) La baisse de l'euro, COMMENT L'EXPLIQUER ?	92
A- Les facteurs conjoncturels	92
B- Les facteurs structurels	94
§2) La baisse de l'euro, qu'y faire ?	96
A- Faut-il soutenir l'euro ?	96
B- Comment soutenir l'euro ?	98
Sous-section 2 : LA PHASE DE L'EURO FORT	100
§1) La REMONTÉE de l'euro : COMMENT L'EXPLIQUER ?	101
§2) Vers un retour du système de Bretton Woods ?	110
§3) LES EFFETS DE LA REMONTÉE DE L'EURO	111
§4) Quel avenir pour l'euro	116
et quel devenir pour l'Europe ?	116
BILAN GÉNÉRAL... MAIS PROVISoire	118
§1) LE BILAN ACTUEL DE L'EURO	118
§2) LE BILAN CONTROVERSÉ	122
DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCE	122
A- Il faut d'abord reconnaître que les quatre grands défis que cette jeune banque centrale a eu à relever n'étaient pas simples :	122
B- Cela dit, les jugements sur la politique monétaire menée par la BCE sont partagés entre pragmatisme et conservatisme.	122
§3) LE BILAN MITIGÉ DE LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA ZONE EURO	124