

LA ZONE EURO

PREMIÈRE PARTIE

Christian BIALÈS

Professeur honoraire de Chaire Supérieure
en Économie et Gestion
www.christian-biales.net

Ce site se veut **éolutif**. 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

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

PREMIÈRE PARTIE : QUESTIONS - RÉPONSES

SECTION I : QUEL EST LE CADRE GÉOGRAPHIQUE DE LA ZONE EURO ?

La zone euro est la zone monétaire formée de l'ensemble des pays de l'Union européenne (UE) qui participent à la mise en œuvre de la monnaie unique - l'euro - que prévoit la 3ème étape de l'Union économique et monétaire (UEM).

Sur la base d'une part des rapports établis par la Commission et par l'Institut monétaire européen (IME) sur la situation des différents pays de l'Union européenne au regard des critères du traité de Maastricht (critères de convergence) et d'autre part de la recommandation du Conseil Écofin (adoptée le 1er mai 98), et à la suite de l'avis exprimé par le Parlement européen le matin du 2 mai, le conseil de Bruxelles du 2 mai 98, réuni au niveau des chefs d'État et de gouvernement, décide à l'unanimité que 11 pays remplissent les conditions pour l'adoption de la monnaie unique à partir du 1er janvier 1999 : l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, l'Espagne, la Finlande, la France, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas et le Portugal. Restent donc en marge de la zone euro quatre pays de l'Union européenne : le Danemark, le Royaume-Uni et la Suède par choix politique, et la Grèce parce qu'elle ne remplit pas à ce moment-là les conditions pour adopter l'euro en 1999 (voir le tableau précisant la manière dont les différents pays satisfont les critères de convergence en date du 25/3/98 dans les Notes bleues de Bercy n° 139 du 16-31 juillet 1998). La Grèce va faire pendant plusieurs années de gros efforts de stabilisation dans le but de rejoindre la zone euro avant la mise en place de l'euro fiduciaire : le Conseil européen de Feira au Portugal du 19 juin 2000 prend une décision favorable en ce sens et la Grèce devient officiellement le 12ème pays de la zone euro le 1er janvier 2001 : le taux de conversion est de 340,75 drachmes pour un euro. La Slovénie en devient le 13^{ème} début 2007. Le Danemark confirme son refus d'entrer dans la zone euro par référendum. Plusieurs observateurs estiment que M. Tony Blair prépare doucement les Britanniques à la monnaie unique européenne : l'entrée du Royaume-Uni dans la zone euro donnerait certainement à l'Europe monétaire un nouveau visage et surtout un nouvel élan. Mais le chemin à parcourir est long : dans son discours du 27 octobre 1997, le chancelier de l'Échiquier Gordon Brown a fixé cinq conditions d'adhésion qui doivent être remplies au-delà des critères de Maastricht pour qu'un référendum puisse avoir lieu... En ce qui concerne la Suède, le résultat négatif du référendum du 14 septembre 2003 repousse sine die son entrée dans la zone euro.

On doit aussi se demander quelle étendue aura la zone euro à l'occasion de l'élargissement de l'Europe. Le Conseil ÉCOFIN qui se tient en novembre 2000 à Bruxelles se prononce pour une entrée dans la zone euro très progressive de la dizaine de pays entrés dans l'UE en 2004, pour aboutir en principe en 2007 : cette "euroïsation" est conditionnée d'abord par une convergence réelle (critères politiques et économiques fixés en 1993 à Copenhague) avant même l'adhésion à l'UE et ensuite par une convergence nominale (critères monétaires et budgétaires fixés à Maastricht en 1992) entre cette adhésion et l'adoption de l'euro. Même si l'élargissement pose peut-être moins de problèmes en matière monétaire que dans les domaines institutionnel et budgétaire, il faut revoir non seulement le

L'EURO

fonctionnement du SEBC (système européen de banques centrales) mais aussi les objectifs de la politique monétaire qui doit tenir compte d'un taux d'inflation agrégé vraisemblablement en hausse. Rappelons ici la mise en place, lors des "sommets" de Dublin en 1996 et d'Amsterdam en 1997, d'un SME-bis ou plutôt MCE II pour limiter par rapport à l'euro les marges de fluctuation des monnaies des pays "out" ou "pré-in" de façon à prévenir tout risque de dévaluation compétitive. Ce mécanisme de change trouve ainsi sa véritable utilité lors de l'élargissement puisque, au départ, seuls le Danemark et la Grèce (jusqu'au 1er janvier 2001) l'ont pratiqué.

Il se peut que les nouveaux membres cherchent à adhérer le plus vite possible à l'euro, pour bénéficier des avantages d'une baisse de leurs taux d'intérêt domestiques, et pour bénéficier des investissements que sont prêtes à y faire les multinationales qui n'auraient plus à supporter le risque de change. Mais ces pays sont loin de respecter les critères de convergence et beaucoup de temps peut être nécessaire pour qu'ils deviennent « euro-compatibles », et, même si leur poids économique est relativement faible (l'adhésion du Royaume-Uni à l'euro aurait une portée autrement plus importante), la zone euro va devenir de plus en plus hétérogène et l'euro se diluer dans l'élargissement ; surtout que celui-ci doit se poursuivre en 2007 avec l'entrée de la Bulgarie, la Roumanie puis la Croatie. En avril 2006 les trois principales autorités économiques de la zone euro (l'Eurogroupe, la BCE et la Commission) ont réaffirmé ensemble que l'entrée dans la zone euro des nouveaux membres de l'UE est conditionnée au complet respect des critères de Maastricht et à la fin de 2006, seule la Slovénie semblait prête à adopter l'euro ; les autres pays de l'élargissement vont devoir patienter car ils sont encore loin de respecter les critères de Maastricht. Sinon, la gestion de la zone euro peut s'en trouver complètement pervertie : à l'application de règles communes risquent de se substituer des jugements politiques ad hoc au coup par coup. La vraie question est donc celle de la gouvernance économique de la zone euro.

De fait, la Slovénie entre dans la zone euro le 1/1/2007. Et le 1/1/2008 c'est au tour de Chypre (partie grecque) et de Malte de rejoindre la zone euro : à cette date, la zone euro compte donc 15 membres.

Le 1^{er} janvier 2009, la Slovaquie entre dans la zone monétaire : la zone euro a par conséquent 16 membres en ce dixième anniversaire de sa naissance. Ce dixième anniversaire est fêté alors que la crise financiaro-économico-sociale fait rage. Celle-ci montre aux pays membres la protection que leur apporte la monnaie unique, car sans elle, ils auraient été sans doute en proie à une très importante instabilité monétaire. Pour les États membres de l'UE qui ne sont pas encore dans l'UEM, la crise renforce leur envie d'accélérer leur adhésion à l'euro mais en même temps elle leur complique beaucoup la tâche. Il en est ainsi en particulier de la Hongrie et des pays baltes. La crise conduit aussi la Suède et le Danemark à remettre en cause leur position par rapport à l'euro. Quant à l'Islande, touchée par un fort chômage et une inflation galopante, et dont la monnaie a perdu en un an 40% de sa valeur par rapport à l'euro, elle songe de plus en plus à une adhésion à l'UE.

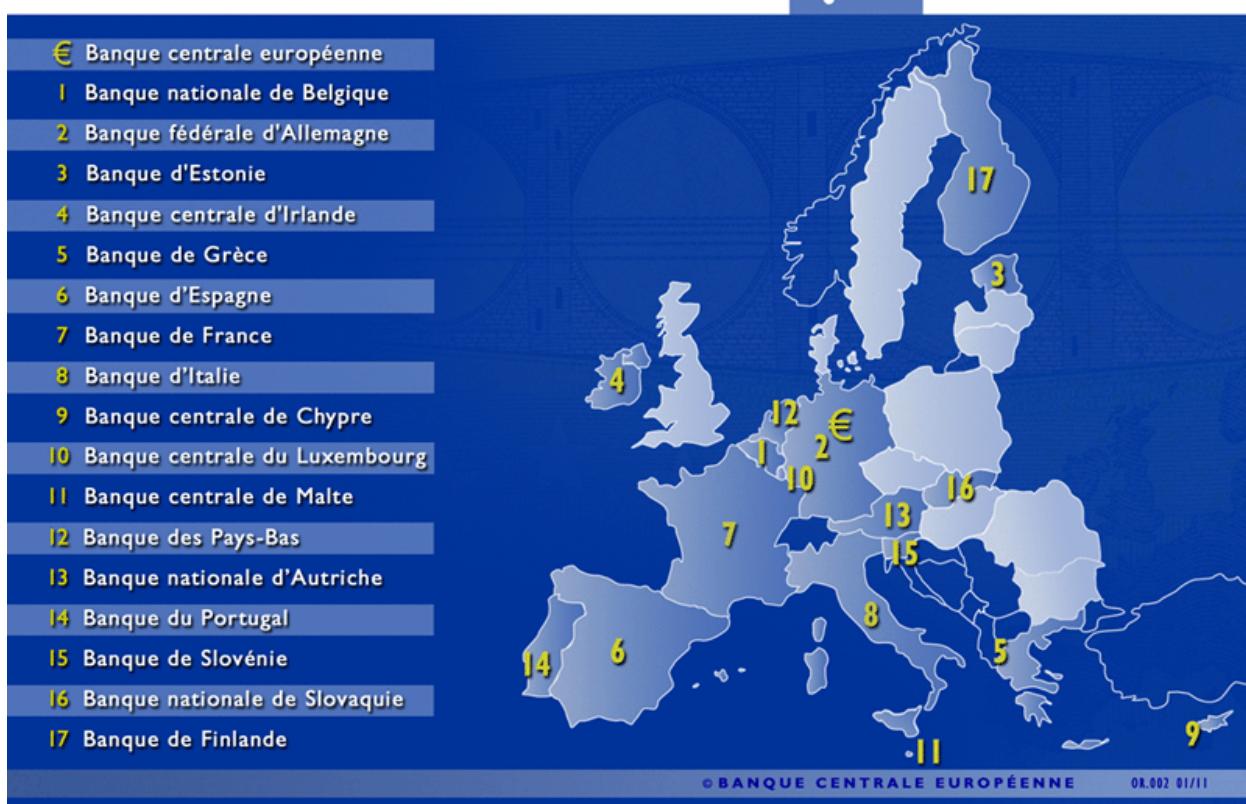
Le 1^{er} janvier 2011, l'Estonie devient le 17^{ème} membre de la zone euro. Et la Bulgarie, la Lituanie, la Lettonie et la Hongrie devraient suivre en 2014-2015 sinon plus tard, car la crise européenne qui fait suite à celle des subprimes conduit les responsables de la zone euro à privilégier pour un temps l'approfondissement à l'élargissement.

Remarque : avant la naissance de la zone euro, se sont confrontées deux thèses sur les conditions de son bon fonctionnement. D'un côté, celle de l'Allemagne, dite thèse « « économiste » », qui estimait nécessaire de prévoir une période d'apprentissage relativement longue pour maîtriser les critères de convergence ; et d'un autre, celle de la plupart des autres pays, tous désireux de faire partie dès le départ des heureux élus, dite « monétariste » -sans lien aucun avec l'école de Chicago- qui considérait que la mise en place de la zone euro était précisément un facteur puissant de convergence.

L'EUROSYSTÈME



L'ORGANISATION



Source : BCE

L'EURO

La zone euro constitue l'une des plus grandes puissances économiques actuelles :

	Zone euro	États-Unis	Japon
Population (Mns-2004)	311,7	293,7	127,7
PIB (mds euros PPA-2004)	7539	9830	3130
PIB en % du PIB mondial (2002)	20,7	32,3	12,4
PIB par habitant (euros PPA-2004)	24190	33440	24520
Taux de croissance (en vol. 2005/2004)	1,4	3,5	2,6
Taux d'inflation (2005)	2,2	3,4	- 0,3
Taux de chômage (avril 2006)	8,0	4,7	4,1
Solde des APu (% PIB-2005)	- 2,4	- 3,7	- 6,5
Dette publique (% PIB - 2005)	70,8	63,8	158,9
Taux d'intérêt court terme (3 mois -2005)	2,17	3,54	0,02
Taux d'intérêt long terme (2005)	3,44	4,33	1,39
Capita. boursière (Fin 2002-en % du PIB)	53,1	106,4	52,6
Solde courant (% PIB-2004)	0,6	- 5,7	3,7

2005		Unit	Euro area	EU	United States	Japan
Population, GDP and labour						
Total population ⁽¹⁾	millions	317,4	493,7	299,8	127,7	
Labour force participation rate ⁽²⁾	%	70,6	70,2	75,5	73,1	
Age dependency ratio ⁽³⁾	%	49,5	48,4	48,9	52,6	
GDP (PPP) ⁽⁴⁾	EUR trillions	8,4	11,9	11,2	3,5	
GDP per capita (PPP) ⁽⁵⁾	EUR thousands	26,6	24,2	37,3	27,4	
Labour productivity (PPP) ⁽⁶⁾ (euro area = 100)	100,0	90,7	127,2	88,3		
Labour income share ⁽⁷⁾	%	65,8	67,6	69,3 ⁽⁸⁾	76,8 ⁽⁹⁾	
Value added by economic activity						
Agriculture, fishing, forestry	% of total	1,8	1,8	1,2 ⁽¹⁰⁾	1,4 ⁽¹¹⁾	
Industry (incl. construction)	% of total	26,6	26,4	22,8 ⁽¹²⁾	28,7 ⁽¹³⁾	
Services (incl. non-market services)	% of total	71,6	71,8	76,0 ⁽¹⁴⁾	69,9 ⁽¹⁵⁾	
Saving and investment						
Gross saving	% of GDP	21,3	19,3	13,8	26,4 ⁽¹⁶⁾	
Gross fixed capital formation	% of GDP	21,2	20,2	29,0	23,1 ⁽¹⁷⁾	
Households						
Gross disposable income (HHGDI) per capita (PPP)	EUR thousands	17,5	15,6	27,2	16,7 ⁽¹⁸⁾	
Gross saving	% of HHGDI	13,9	11,3	3,2	10,1 ⁽¹⁹⁾	
Financial assets held ⁽²⁰⁾	% of HHGDI	305,4	-	441,3	495,4 ⁽²¹⁾	
Gross debt outstanding ⁽²²⁾	% of HHGDI	90,5	-	133,7	110,7 ⁽²³⁾	
Non-financial corporations ⁽²⁴⁾						
Gross fixed capital formation	% of GDP	11,2	10,8	7,5	14,2 ⁽²⁵⁾	
Financial assets held ⁽²⁶⁾	% of GDP	159,2	-	114,2	192,5 ⁽²⁷⁾	
Gross debt outstanding ⁽²⁸⁾	% of GDP	85,5	-	68,4	102,6 ⁽²⁹⁾	
Government						
Expenditure ⁽³⁰⁾	% of GDP	47,2	46,5	32,7	35,0 ⁽³¹⁾	
Surplus (+) or deficit (-) ⁽³²⁾	% of GDP	-1,6	-1,6	-2,6	-6,4 ⁽³³⁾	
Gross debt outstanding ⁽³⁴⁾	% of GDP	68,6	61,4	48,7	164,2 ⁽³⁵⁾	
External ⁽³⁶⁾						
Exports of goods and services	% of GDP	21,6	13,9	11,0	16,8	
Imports of goods and services	% of GDP	20,9	14,8	16,7	15,4	
Current account balance	% of GDP	-0,2	-0,8	-6,2	3,9	
Net long-term portfolio investm.	% of GDP	1,7	1,0	4,8	1,6	
Net international investment position ⁽³⁷⁾	% of GDP	-12,1	-12,3 ⁽³⁸⁾	-19,2	41,4	
Monetary and financial indicators						
Credit ⁽³⁹⁾	EUR trillions	12,9	18,1	9,9	4,9	
Outstanding debt securities ⁽⁴⁰⁾	EUR trillions	11,1	13,8 ⁽⁴¹⁾	20,4	6,5	
Stock market capitalisation ⁽⁴²⁾	EUR trillions	6,1	9,9	12,7	3,6	

Sources: for the euro area and EU: ECB, Eurostat, national data and ECB calculations; for the United States and Japan: national sources. * 2005 figures

Note: Unless otherwise indicated, the euro area/EU aggregates for 2005 refer to the Euro 19/EU 27 respectively and the EU aggregates for 2005 refer to the EU 25.

Source : BCE, décembre 2007.

L'EURO

	Unit	Euro area	EU	United States	Japan	China
Population, GDP and labour^a						
Total population	millions	335.5	508.3	316.5	127.5	1,360.7
Labour force participation rate	%	72.9	71.9	72.8	74.9	-
Age dependency ratio	%	51.8	50.7	49.8 ^c	61.1 ^c	-
GDP (PPP)	EUR trillions	9.5 ^d	13.3 ^d	12.5 ^d	3.5 ^d	-
GDP per capita (PPP)	EUR thousands	28,4 ^d	26,3 ^d	39,9 ^d	27,4 ^d	-
Labour productivity (PPP) (euro area = 100)	100.0 ^e	92.5 ^e	130.3 ^e	101.8 ^e	-	-
Labour income share	%	68.4 ^e	68.9 ^e	67.3 ^e	54.9 ^e	-
Value added by economic activity^b						
Agriculture, fishing and forestry	% of total	1.7	1.7	1.6	1.2 ^f	10.1 ^f
Industry (incl. construction)	% of total	24.9	24.7	18.7	23.8 ^f	45.3 ^f
Services	% of total	73.5	73.6	79.7	75.0 ^f	44.6 ^f
Saving and investment^b						
Gross saving	% of GDP	20.1 ^g	18.9 ^g	16.4 ^g	24.5 ^g	-
Gross fixed capital formation	% of GDP	17.7	17.3	18.9	21.7	45.7 ^g
Households						
HGDI per capita (PPP)	EUR thousands	18.8	17.1 ^g	30.1 ^g	18.3 ^g	-
Gross saving	% of HGDI	13.2	11.0 ^g	6.0	7.6 ^g	-
Financial assets held ^g	% of HGDI	327.1	-	536.6	503.5 ^g	-
Gross debt outstanding ^g	% of HGDI	98.0	-	105.0	98.1 ^g	-
Non-financial corporations						
Gross fixed capital formation	% of GDP	9.8	11.0	10.7	13.7 ^g	-
Financial assets held ^g	% of GDP	193.3	-	122.9	207.7	-
Gross debt outstanding ^g	% of GDP	103.6	-	81.1	105.4	-
Government^b						
Expenditure	% of GDP	49.8	49.1	34.5	40.5 ^g	24.8
Surplus (+) or deficit (-)	% of GDP	-3.0	-3.3	-9.3 ^g	-8.7 ^g	-1.9
Gross debt outstanding ^{4,5,6}	% of GDP	92.6	87.0	86.5 ^g	211.0 ^g	22.4
External^b						
Exports of goods and services	% of GDP	27.1	18.2	13.5	17.0	26.3 ^g
Imports of goods and services	% of GDP	24.2	16.7	16.3	19.6	23.5 ^g
Current account balance	% of GDP	2.4	1.2	-2.3	0.7	2.3 ^g
Net h.o.p. direct and portfolio investment	% of GDP	0.8	1.1	-0.7	2.6	-2.9 ^g
Net i.i.p. ^g	% of GDP	-12.1	-13.1	-27.2	62.3 ^g	21.0 ^g
Gross external debt ^g	% of GDP	121.0	-	95.5 ^g	61.4	-
Monetary and financial indicators						
Credit ^g	EUR trillions	16.0	21.8	12.2 ^g	8.7	9.5
Outstanding debt securities ^{5,6,g}	EUR trillions	16.4	22.7 ^g	26.7 ^g	11.1 ^g	2.9 ^g
Stock market capitalisation ^{5,6,g}	EUR trillions	5.6	7.5 ^g	15.9 ^g	2.6 ^g	2.8 ^g

Sources: For the euro area and EU: ECB, Eurostat, national data and ECB calculations; for the United States, Japan and China: BIS, IMF and national sources. *) 2012 figures. **) 2011 figures.

1) Full definitions are available in the glossary on the ECB's website (www.ecb.europa.eu).

2) Data refer to the Euro 18.

3) The EU aggregate excludes Croatia.

4) FDI.

5) Data for the United States and Japan are based on definitions similar to those used for the euro area and the EU. Chinese data follow a different methodology and are not directly comparable.

6) At nominal value.

Source : BCE, mai 2014

Pour mettre à jour ce type d'informations, aller à : www.ecb.int/pub/spb/html/index.en.html et consulter le premier tableau de la dernière version mise en ligne.

L'EURO

Pour compléter le descriptif de la situation économique et financière de la zone euro dans le contexte actuel de la mondialisation économique et de la globalisation financière, citons l'extrait suivant d'une conférence faite par le Président de la BCE, J.-C. Trichet, le 18 juin 2007 à l'occasion de la 13^{ème} Conférence de Montréal (www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp070618.fr.html) :

« L'intégration intra-européenne s'est déroulée en parfaite harmonie avec l'intégration de l'Europe au sein de l'économie mondiale. Par exemple, du point de vue commercial, la zone euro est très ouverte sur le reste du monde, plus ouverte que les États-Unis et le Japon. Les exportations de biens et services hors zone euro s'élèvent à quelque 20 % du PIB de la zone, un chiffre sensiblement identique à celui des importations en provenance du reste du monde. Ces chiffres sont nettement supérieurs à ceux des États-Unis et du Japon. Dans le premier cas, les exportations et les importations de biens et de services représentent, respectivement, environ 10 % et 16 % du PIB. Au Japon, les exportations totales s'élèvent à 15 % du PIB et les importations à 13,4 %. Ce qui est en outre particulièrement remarquable pour la zone euro, c'est que l'augmentation du commerce avec le reste du monde a même été supérieure à l'augmentation des échanges au sein de la zone euro.

Plus remarquable encore, peut-être, la zone euro est, du point de vue financier également, davantage ouverte que les États-Unis et le Japon. Je voudrais faire quatre observations. **En premier lieu**, les avoirs et engagements extérieurs de la zone euro sont très importants en pourcentage du PIB, avec environ 124 % et 137 % respectivement. Par comparaison, les chiffres correspondants pour les États-Unis sont sensiblement inférieurs, les avoirs extérieurs représentant 90 % du PIB et les engagements 110 %. Au Japon, les actifs financiers étrangers sont également nettement inférieurs à ceux de la zone euro, avec 94 % du PIB en 2005, l'écart étant encore plus grand en ce qui concerne les engagements extérieurs, qui s'élèvent à seulement 60 % du PIB, soit moins de la moitié du chiffre correspondant de la zone euro. Cela démontre bien à quel point la zone euro est tournée vers le reste du monde.

Ma **deuxième observation** tient au fait que la monnaie unique a très probablement contribué à l'ouverture financière de la zone euro. Du côté des avoirs, les encours d'actifs de la zone euro détenus en dehors de la zone sont passés de moins de 87 % du PIB en 1999 à, comme indiqué, plus de 124 % en 2005. S'agissant des engagements, la hausse a également été substantielle, ceux-ci étant passés de quelque 92 % du PIB à 137 %. Les États-Unis ont enregistré des augmentations nettement moins marquées, l'encours des actifs américains détenus à l'étranger progressant de 80 % du PIB en 1999 à 90 % aujourd'hui et les engagements passant de 91 % à 110 % du PIB. En d'autres termes, l'augmentation a été plus forte pour la zone euro depuis le début de l'Union économique et monétaire.

Ma **troisième observation**, si vous le voulez bien, tient à l'attractivité de la zone euro en termes d'investissements directs étrangers. Les flux d'IDE vers la zone euro représentent en effet plus de 27 % de son PIB, contre 22,5 % pour les États-Unis. En pourcentage du PIB, la zone euro aurait été la destination d'un volume d'IDE comparable à celui reçu par la Chine – soit 27,3 % dans les deux cas – selon les statistiques du FMI. En termes nets, l'encours d'investissements directs à l'étranger est à peine supérieur à celui enregistré au sein de la zone euro, avec 30,4 % pour les premiers et 27,3 % pour les seconds).

Ma **quatrième observation** concerne les partenaires bilatéraux de la zone euro en matière d'IDE. Sur la base des données disponibles, il convient de noter que les IDE de la zone euro à l'étranger sont principalement réalisés dans des économies développées, avec près de 21 % aux États-Unis, 24 % au Royaume-Uni, 9 % en Suisse et entre 2,5 % et 3 % en Suède, au Canada et au Japon. De la même manière, du côté des engagements, le Royaume-Uni et les États-Unis représentent une part plus importante que du côté des actifs (environ 40 % et 23,5 % respectivement).

Il faut aussi signaler que le montant des IDE de la zone euro dans les économies de marché émergentes a progressé rapidement. Entre 1999 et 2005, les IDE réalisés par la zone euro dans les pays du BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine) ont augmenté fortement. Sur cette période, l'encours des IDE dans ces pays est passé de 63 à 133 milliards d'euros (soit une hausse de 111 %). Par comparaison, au cours de la même période, l'encours des IDE de la zone euro aux États-Unis a progressé de 55 %, de 360 à 558 milliards d'euros. La zone euro elle-même est également devenue plus attrayante pour les investissements de ces pays. Entre 1999 et 2005, les encours d'IDE de ces pays à destination de la zone euro ont été multipliés par trois et sont passés de 4 à 12 milliards

L'EURO

d'euros, même s'ils restent faibles en termes relatifs. Ainsi, au cours de la même période, les investissements des États-Unis dans la zone euro ont progressé de 322 milliards d'euros à 560 milliards. Ce sont les investissements réalisés par les entreprises brésiliennes et russes qui se taillent la part du lion dans la hausse des IDE des pays du BRIC à destination de la zone euro, mais les IDE en provenance de Chine et d'Inde ont augmenté ces dernières années.

Dans l'ensemble, ces données témoignent qu'il n'existe pas de "forteresse Europe", ni de "forteresse zone euro" ».

SECTION II :

QUEL EST LE CADRE CHRONOLOGIQUE DE LA ZONE EURO ?

L'Union économique et monétaire s'inscrit dans les principales étapes de la construction européenne qui peuvent être définies en fonction du nombre d'États membres :

§1) LES ANNEES 50 ET 60 DE L'EUROPE A SIX

(Allemagne fédérale, France, Italie, Bénélux : Belgique, Pays-Bas, Luxembourg).

Dans une conférence tenue en 1983 et reproduite dans la Revue Banque de décembre (n° 434), Renaud de La Genière, alors Gouverneur de la Banque de France, parle pour cette période « d'années d'inconscience ». Parce que, selon lui, « à cette époque, quand on ne pouvait, ou quand on ne voulait pas aborder un problème de front, on proclamait quelques grands principes, souvent contradictoires, et on faisait un texte de procédure. C'est ainsi que sont nés les articles 103 à 109 du Traité qui concernent les problèmes monétaires. (...) L'Europe ne se réparait donc pas à devenir une zone monétaire individualisée ».

- 17 mars 1948 -> Le traité de Bruxelles institue l'Union occidentale entre la France, le Royaume-Uni, la Belgique, le Luxembourg et les Pays-Bas.
- 7 au 10 mai 1948 -> Tenue à La Haye du Congrès pour l'Europe, au cours duquel plusieurs mouvements pro-européens proposent de créer une Union européenne.
- 5 mai 1949 -> Signature du statut du Conseil de l'Europe par 10 pays : la Belgique, le Danemark, la France, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, la Norvège, les Pays-Bas, le Royaume-Uni et la Suède.

• En 1950 est formée (entre 17 États membres) l'Union européenne des paiements (UEP) pour qu'il y ait un mécanisme multilatéral de compensation et de crédits entre les pays européens, de façon à assurer la transférabilité des monnaies européennes et à relancer les relations commerciales. L'UEP n'a plus de raison d'être quand les monnaies sont toutes convertibles entre elles et elle disparaît en décembre 1958. Mais en août 1955 est signé l'Accord monétaire européen (AEM) pour que puissent être aidés les pays qui ont des difficultés d'équilibre de balance des paiements et pour que les fluctuations entre les monnaies des 17 États membres soient réduites (écart de 0,75% contre 1% dans le cadre des Accords de Bretton Woods).

C'est au cours de cette même année 1950, le 9 mai, que Robert Schumann, Ministre français des affaires étrangères, fait dans le salon de l'Horloge du Quai d'Orsay sa fameuse déclaration qui donne le coup d'envoi à la construction européenne en annonçant la création de la Communauté européenne du charbon et de l'acier (CECA).

• 18 avril 1951 -> Signature à Paris du traité instituant la **CECA** entre 6 pays : l'Allemagne, la Belgique, la France, le Luxembourg, les Pays-Bas et l'Italie.

• 1952-1954 -> Le 27 mai 1952 est signé à Paris le traité instituant la Communauté européenne de défense (CED) entre les 6. L'origine du projet date de 1950 avec le début de la guerre de Corée, quand les États-Unis ont voulu le réarmement de la République fédérale d'Allemagne (RFA). C'est Jean Monnet qui écrit un projet de synthèse avec la même philosophie que celle de Schuman pour la CECA, projet auquel on donnera le nom du Président du Conseil : le « plan Pleven ». Mais s'ouvre une longue période, celle de la « querelle de la CED » entre les différents pays et au sein de certains d'entre eux, comme c'est particulièrement le cas en France, y compris au sein même des partis politiques. Tout cela se termine le 30 août 1954 par le rejet du projet par l'Assemblée nationale française mais à l'occasion d'une simple « question préalable ». Donc pas de CED mais pas de projet non plus de communauté politique européenne qui avait été associé à celui de la CED. Les démocrates chrétiens du MRP (Mouvement Républicain Populaire) en voudront beaucoup à Pierre Mendès-France, Président du Conseil et ministre des affaires étrangères tout à la fois, pour ce double échec et parleront de « crime du 30 août ».

L'EURO

• Avril 1956: adoption par les membres de la CECA du rapport Spaak. Pendant plusieurs mois, un comité intergouvernemental se réunit sous la direction de Paul-Henri Spaak, ministre belge des affaires étrangères, pour étudier le marché commun, les investissements et les problèmes sociaux, l'énergie classique, l'énergie nucléaire, les transports et les travaux publics. Dans un livre paru en 2013 (« Le viol de l'Europe » ; PUF), Robert Salais voit dans ce rapport le point de départ d'une construction européenne fondée sur la libéralisation des marchés, y compris financiers, au détriment de l'union politique, c'est-à-dire bien avant la « révolution néolibérale » des années 1980.

• Quatre articles du *traité de Rome* instituant la Communauté économique européenne (CEE), signé en mars 1957, évoquent les questions monétaires et financières :

- l'article 67 : les "États membres suppriment progressivement entre eux les restrictions aux mouvements de capitaux" ;

- l'article 104 : "chaque État pratique la politique économique nécessaire en vue d'assurer l'équilibre de sa balance globale des paiements et de maintenir la confiance dans sa monnaie tout en veillant à assurer un haut niveau d'emploi et la stabilité du niveau des prix" ;

- l'article 105 institue un Comité monétaire consultatif pour coordonner les politiques monétaires ;

- l'article 107 invite les États membres à mener leur politique de change dans l'intérêt commun.

Remarque importante :

• Septembre 1958 -> Le 14, le Général De Gaulle, fondateur et premier président de la 5^{ème} République française, et Konrad Adenauer, premier chancelier de l'Allemagne fédérale (« l'Allemagne de l'Ouest »), se rencontrent pour la première fois à Colombey-les-deux-Églises où se trouve la résidence privée de Ch. De Gaulle. C'est le début non seulement d'une solide amitié entre les deux hommes mais aussi de ce qu'on appellera « le « couple franco-allemand » qui va jouer un rôle décisif dans la construction européenne. Cette rencontre concrétise le dessein qu'ont les premiers bâtisseurs de l'Europe : empêcher tout nouveau conflit entre les peuples européens.

Le Chancelier Adenauer restera au pouvoir jusqu'en 1963. Il aura tout au long de cette longue période le même ministre de l'économie, Ludwig Ehrard, qui prendra d'ailleurs sa succession à la chancellerie. C'est à L. Ehrard que revient le mérite d'avoir lancé « l'économie sociale de marché » qui se propose d'assurer à la fois la liberté économique et la justice sociale. Il est important de savoir que L. Ehrard est partisan de l'**ordolibéralisme**, thèse économique développée dans les années qui ont suivi la deuxième guerre mondiale par l'école de Fribourg qui réfute à la fois la philosophie utilitariste des libéraux et celle, matérialiste, des marxistes, pour y préférer les valeurs sociales chrétiennes et les principes de la philosophie idéaliste allemande. L'ordolibéralisme défend l'initiative individuelle et les mécanismes du marché : il s'oppose à l'interventionnisme dirigiste (non seulement à la planification impérative à la soviétique mais aussi à la planification indicative à la française), et même à l'interventionnisme conjoncturel de type keynésien. Mais il préconise en même temps l'instauration d'un certain nombre de règles et d'institutions pour promouvoir des valeurs jugées supérieures à l'économie qui n'en est que le fondement matériel. D'où l'importance de la Constitution et des lois. L'ordolibéralisme aura une portée très importante dans deux domaines en particulier : le développement d'une forme performante de capitalisme appelée souvent « le capitalisme rhénan », et une trilogie, dont les deux premiers éléments vont profondément influencer l'histoire de la construction européenne à venir, à savoir une banque centrale indépendante du pouvoir politique, une politique budgétaire orthodoxe sous la responsabilité du gouvernement, et une politique sociale menée sous la forme d'une cogestion entre les partenaires sociaux.

• Décembre 1958 -> Accord monétaire européen pour limiter les fluctuations des monnaies vis-à-vis du dollar.

• 1960 -> Le "rapport Triffin" suggère un plan conduisant par étapes à la création d'une union monétaire européenne et d'une monnaie unique.

Signalons que c'est aussi en 1960 qu'est signée la convention de Stockholm créant l'Association européenne de Libre-échange (AELE) entre l'Autriche, le Danemark, le Portugal, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse, et que l'OECE est élargie et devient l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économique).

L'EURO

• 1962 -> Le "rapport Marjolin" définit l'union monétaire comme troisième étape du marché commun. Par ailleurs, un Mémorandum propose un programme pour réduire les fluctuations entre les monnaies communautaires et pour promouvoir une action commune dans les relations avec le SMI. Signalons que c'est également en 1962 que le plan Fouchet (Christian Fouchet est alors ministre du Général de Gaulle) propose un « traité établissant une Union d'États » ; mais ce plan est rejeté par les partenaires de la France. On peut d'ailleurs dire que c'est cet échec du plan Fouchet qui est à l'origine du plan Franco-allemand, appelé aussi traité de l'Élysée, signé le 22 janvier 1963 pour créer un embryon d'Europe politique.

• 1963 -> Le Traité de l'Élysée fait naître le « couple franco-allemand », qui joue un rôle prééminent pendant toute l'histoire de la construction européenne.

• Mai 1964 -> Institution du Comité des gouverneurs des banques centrales des États membres, qui siège à Bâle. Comme le note R. de La Genière (article cité plus haut), « ce comité, réuni au niveau supérieur des responsabilités nationales, confronte les différents aspects de la politique monétaire : liquidités, marché des capitaux, crédit, change, relations monétaires internationales. C'est un organe également dépourvu de pouvoirs, mais dont l'efficacité dans la coordination des banques centrales est certainement liée à l'absence totale de publicité de ses travaux, donc à la sincérité des échanges de vues ». Voilà une réflexion intéressante sur ce qui deviendra le thème de la transparence et de l'indépendance de la BCE...

• 1^{er} juillet 1967 -> Fusion des institutions des trois Communautés. C'est cette année-là aussi que le Général de Gaulle s'oppose à l'adhésion du Royaume-Uni au Marché commun (conférence de presse du 27 novembre 1967), opposition qui sera levée par Georges Pompidou lors du Sommet de La Haye du 1^{er} et 2 décembre 1969.

• Mars 1968 -> La Cour de justice la Cour de justice consacre le principe de préférence communautaire en transformant le principe provisoire de « préférence naturelle » inscrit à l'article 44, paragraphe 2 en principe permanent. Elle prévoit que le Conseil doit en tenir compte si les intérêts des consommateurs et producteurs ne peuvent être atteints.

• 1^{er} juillet 1968 -> Mise en place du tarif douanier commun (TDC).

• Février 1969 -> Raymond Barre, vice-président de la Commission, propose un plan pour la création d'une union économique et monétaire qui fait suite à un plan qu'il avait déjà formulé en 1968 dans le but de donner à l'Europe une "personnalité monétaire" : ce sont les ***premier et second plans Barre***.

• Mars 1969 -> Les ministres des Affaires étrangères décident de créer un comité spécial, présidé par Pierre Werner, Premier Ministre et Ministre des finances du Luxembourg, pour préparer un rapport sur la coopération économique et monétaire. La constitution de ce comité est entérinée par le Conseil européen de juin, lequel lance le nom d'Écu européen pour la monnaie communautaire.

• Décembre 1969 -> Sommet de La Haye où sont étudiées les conditions d'un approfondissement de la Communauté sur la base du Plan Barre.

Remarque importante : en 1969, avant même les bouleversements monétaires internationaux des premières années de la décennie suivante, c'est la première fois que depuis l'ouverture du Marché Commun les monnaies européennes connaissent de fortes turbulences. Cela met alors naturellement les nécessités d'une union monétaire au premier plan des préoccupations de la CEE. On peut dire que c'est lors de ce Sommet de La Haye que les responsables politiques européens ont décidé de lancer l'Union économique et monétaire, pour, en particulier, que les mouvements monétaires ne viennent pas fausser le jeu de la concurrence au sein du Marché commun.

§2 LES ANNEES 70 DE L'EUROPE A 9

(entrée le 1/1/1973 du Danemark, de l'Irlande et du Royaume-Uni dans la CEE ; le traité d'adhésion au Marché commun signé à Bruxelles le 22/1/72 n'a pas été ratifié par la Norvège).

Remarque : au risque d'être excessif, voire caricatural, nous estimons que l'entrée du R.-U dans le Marché commun marque un tournant considérable dans la construction européenne et dans la nature du projet européen. En effet, pour nous, le R.-U veut voir dans le Marché commun plutôt une zone de libre-échange efficace qu'un pas supplémentaire fait en direction de la constitution d'une Europe politique ; et tous ses comportements ultérieurs concrétiseront cette position.

• Avril 1970 -> Signature du traité de Luxembourg qui instaure un système de ressources propres et étend les pouvoirs budgétaires du Parlement européen.

L'EURO

• Octobre 1970 -> Publication du "**rappor t Werner**" qui affirme que, en 3 étapes, "l'union économique et monétaire est un objectif réalisable dans le courant de la décennie". Le rapport Werner approfondit les orientations définies lors du Sommet de La Haye.

• Février 1971 -> Accord des Six, sur la base du rapport Werner : "L'Union économique et monétaire signifie que les principales décisions de politique économique seront prises au niveau communautaire et donc les pouvoirs nécessaires seront transférés du plan national au plan de la Communauté. Son aboutissement pourra être l'adoption d'une monnaie unique qui garantira l'irréversibilité de l'entreprise". L'objectif affiché est la formation en 1980 d'un "ensemble monétaire individualisé" selon un plan par étapes commençant début 1971.

• Mars 1971 -> Résolution du Conseil et des représentants des gouvernements des États membres adoptant le rapport Werner et renforçant la coordination des politiques économiques ainsi que la coopération des banques centrales.

• Mars 1972 -> Dans un contexte de crise du SMI, accord de Bâle avec résolution du Conseil et des représentants des gouvernements des États membres instaurant le "serpent dans le tunnel". L'écart des cours de deux monnaies de la CEE ne peut dépasser 2,25%, soit la moitié de la marge autorisée entre les monnaies européennes et le dollar : 4,5% (cette marge maximale autorisée résulte de l'accord de Washington du 18 décembre 1971).

• 24 avril 1972 -> Cr éation du « serpent monétaire ».

• Octobre 1972 -> Le sommet de Paris r éaffirme la volonté des chefs d'État et de gouvernement de "r éaliser d'une fa on irr éversible l'union économique et monétaire" et de cr éer "une union europ éenne au sens large et complet du terme" au plus tard en 1980.

• 3 janvier 1973 -> loi modifiant les statuts de la Banque de France et précisant les modalités de financement de l'État par la Banque centrale. Notons dès à pr esent que cette loi sera rendue caduque par la loi du 4 ao üt 1993.

Dans « La vie des idées.fr » de juillet 2014, Vincent Duchaussoy fera de cette loi une excellente analyse (http://www.laviedesidees.fr/IMG/pdf/20140701_1_eta t_livre_aux_financiers_.pdf) :

« Dès 1970, la direction du Trésor jugeait en effet les moyens de refinancement de ce dernier auprès de la Banque de France, comme étant complexes et obsolètes. (...) Le régime en vigueur à la veille de la loi de 1973 était fondé sur la convention de trésorerie du 29 octobre 1959. Cette convention autorisait deux types de concours par la Banque de France. Ils comprenaient, d'une part, les « pr èts à l'État » et les « avances », dont les plafonds étaient variables mais repr ésentait en 1970 respectivement 5,45 et 3,45 milliards de francs, soit un total de 8,9 milliards, fr équemment utilisés en totalit é. Ce montant repr ésentait alors environ 2% du PIB et 16% de la dette publique. (...) Dans les ann ées 1970, et ce sera le cas plus encore apr ès les chocs pétroliers successifs, ce financement du Trésor par la cr éation monétaire pose effectivement deux problèmes principaux du point de vue de la Banque de France et des gouvernements de l'époque : 1 - il participe à la sp ecificité fran çaise d'une économie d'endettement fondée sur un financement assis majoritairement sur le recours au cr édit bancaire plut ôt qu'aux marchés financiers ; 2 - il est l'une des sources principales de l'inflation qui gangr ène l'économie fran çaise dans les ann ées 1970, et qui montre des signes de fr émissio nement à partir de la fin des ann ées 1960. (...) L'article 25 supprimait en effet la possibilit é pour le Trésor de présenter ses effets à l'escompte de la Banque de France. Autrement dit, la Banque de France ne pouvait plus financer directement le Trésor par un achat direct de bons du Trésor. Ce qui ne signifie pas qu'elle ne pouvait pas financer le Trésor d'une autre mani ère. Cela ne signifiait pas non plus que la Banque ne pouvait participer indirectement au financement de l'État en r éescomptant les bons du Trésor achetés par les banques commerciales, qui pour une large part étaient du reste publiques ! (...) »

À la suite de la promulgation de la loi, qui conférait à l'institut d'émission de nouveaux statuts, les relations de trésorerie entre le Trésor et la Banque de France furent redéfinies par une convention signées entre les parties le 17 septembre 1973, et approuvée dans la foulée par la Parlement, conformément à la loi. Cette convention de trésorerie fixait le plafond des concours de trésorerie pouvant être apportés par la Banque de France au Trésor à 20,5 milliards de francs, dont la moitié à titre gratuit, ce qui correspondait peu ou prou à l'agrégation des différents plafonds de financement du système précédent (...) En d'autre termes, l'État pouvait bien continuer de se financer aupr ès de la banque centrale, et dans des proportions analogues à ce qui constituait ses possibilités

L'EURO

antérieures. C'était tout l'esprit de la loi de 1973 : moderniser le « circuit » de financement tout en conservant pour le Trésor les mêmes possibilités de financement, rationalisée par la loi nouvelle. (...)

Cette période des années 1970-1980 est également, il est vrai, celle du développement du financement de l'État, et donc de la dette, par les marchés financiers. Celui-ci avait des origines plus profondes que les modifications, on l'a vu mineures, apportées aux modalités de financement de l'État par la banque centrale. Dans le contexte d'une volonté politique, depuis le milieu des années 1970 et plus sûrement à partir de 1984, de maîtriser l'inflation qui excédait régulièrement les 10%, l'État et la Banque de France se fixaient chaque année, d'un commun accord, des objectifs chiffrés et contraignants d'inflation pour l'année suivante. Cette politique implicite de ciblage de l'inflation, ainsi que l'identification de la croissance monétaire comme source principale de l'inflation, signait le triomphe, en France, des idées monétaristes inspirées par Milton Friedman. Dans ce cadre, constatant que la création monétaire induite par le Trésor représentait une part importante de l'inflation française, l'État a été encouragé, non sans un certain enthousiasme de ses services, à se financer plus largement par le biais des marchés financiers, principalement via le marché obligataire dans un premier temps ».

- Mars 1973 -> Sortie du serpent du tunnel et flottement concerté des monnaies communautaires. De sa création en avril 1972 à février 1973, le « serpent » a fonctionné dans le cadre des parités fixes avec le dollar : le « serpent est dans le tunnel ». Mais la donne change quand le dollar se met à flotter à partir du début 1973 : « le serpent sort du tunnel ». Le "serpent monétaire" devient donc libre ; avec le flottement autonome du FRF à partir de janvier 74, on aura même affaire à un "mini-serpent" autour seulement de l'Allemagne et du Bénélux. Le serpent monétaire européen est de fait mis en sommeil en 1976.

- Avril 1973 -> Crédit du **FECOM** (Fonds européen de coopération monétaire), embryon d'une banque centrale communautaire, destiné à faciliter les opérations de soutien des différentes banques centrales des États membres pour respecter les marges de fluctuation.

Remarque : en décembre 1974, lors d'un "sommet" à Paris, les chefs d'État et de gouvernement ont décidé de se réunir régulièrement en "Conseil européen" avec leurs ministres des Affaires étrangères et les représentants de la Commission. La première session du Conseil européen s'est tenue à Dublin en mars 1975 et l'existence du Conseil européen sera consacrée dans l'Acte unique.

- Avril 1975 -> L'effondrement du système de changes fixes amène la Communauté à créer, à l'instar du Fonds monétaire international (FMI) avec le Droit de tirage spécial (DTS), une unité de compte "panier" propre à l'Europe, l'Unité de compte européenne (**UCE**), qui est composée des 9 monnaies des États membres de l'époque. Cette unité de compte sera rebaptisée Écu lors de l'entrée en vigueur du SME.

- 5 juin 1975 -> Le « oui » l'emporte largement au référendum en Grande-Bretagne et en Ulster, ce qui confirme leur adhésion à la CEE.

- Avril 1978 (Conseil de Copenhague), Juillet 78 (Conseil de Brême), Décembre 78 (Conseil de Bruxelles) -> Renouveau de l'idée d'espace monétaire européen et résolution pour assurer une stabilité entre les monnaies communautaires : *naissance du Système monétaire européen (SME) et de l'écu* (European Currency Unit = unité monétaire européenne), défini comme un panier de monnaies constitué de la somme des monnaies européennes, somme pondérée par le poids de chaque pays dans le PNB de la Communauté et dans le commerce extérieur intracommunautaire. Il est prévu de réviser périodiquement le système de pondération, ne serait-ce que pour intégrer les monnaies des nouveaux États membres ; ce qui sera le cas en septembre 1984 pour la drachme grecque et en septembre 1989 pour la peseta espagnole et pour l'escudo portugais.

Grâce au mécanisme des seuils de divergence et au système des facilités de crédit, le SME permet aux banques centrales d'intervenir efficacement pour maintenir les monnaies communautaires dans leurs marges de fluctuation.

- 13 Mars 1979 -> Le Conseil européen de Paris déclare l'entrée en vigueur du SME. Accord entre les banques centrales sur les modalités du fonctionnement du SME : l'écu est une unité de compte de type "panier" composé des 9 monnaies mais le Royaume-Uni ne participe pas au système de change.

L'EURO

Signalons que du 7 au 10 juin 1979 ont lieu pour la première fois l'élection au suffrage universel du Parlement européen. C'est Simone Veil qui est élue Présidente.

- 12 novembre 1979 -> Aux États-Unis, abrogation du « Glass-Steagall Act » du 16 juin 1933 (présidence Roosevelt) par le « Gramm-Leach-Bliley Act » (présidence Clinton).

Rappelons que, en plein crise économique des années 30, le Glass-Steagall Act, qui s'est inscrit dans les articles 16, 20, 21 et 32 du Banking Act, a décidé l'incompatibilité entre banque de dépôt et banque d'affaires, un système fédéral d'assurance des dépôts bancaires et le plafonnement des taux d'intérêt sur ces dépôts. Son abrogation s'inscrit dans le mouvement de libéralisation financière commencé dès le milieu des années 1970, tout en étant elle-même un accélérateur de ce mouvement. D'ailleurs, on peut considérer que cette abrogation a une part de responsabilité dans la crise des subprimes de 2007. Remarquons que l'on trouve en France, dans deux articles de la loi 45-15 du 2 décembre 1945, le correspondant du Glass-Steagall Act.

§3) LES ANNEES 80 DE L'EUROPE A 12

(entrée de la Grèce le 1/1/81, de l'Espagne et du Portugal le 1/1/86)

- Octobre 1981, juin 1982 et mars 1983 -> Le franc est dévalué mais maintenu dans le SME.
- 22 janvier 1983 : discours important au Bundestag du Président François Mitterrand pour promouvoir l'amitié entre les peuples français et allemand.

• Février 1984 -> Sous l'impulsion d'Altiero Spinelli, grand homme politique italien, considéré comme l'un des pères de l'Europe, le Parlement européen adopte un projet instituant une Union européenne, qui influencera l'Acte unique de 1986.

• Juin 1984 : Lors du Conseil européen de Fontainebleau, Margaret Thatcher conteste le coût du budget européen avec son fameux "*I want my money back*", et réclame le remboursement des deux tiers de la contribution nette du Royaume-Uni au budget européen. Le Royaume-Uni s'appuie alors sur le fait que le budget européen est consacré en grande partie à la Politique agricole commune (PAC), alors qu'il en bénéficie peu. En 1984, son agriculture ne représente que 1,8 % de la valeur ajoutée, contre 4,6 % en France (source Eurostat). Margaret Thatcher aura gain de cause et depuis 1984, les Britanniques bénéficient d'un rabais à ce titre, le "chèque britannique". Ce « rabais britannique » est la première limitation au principe de solidarité financière européenne : « tout État membre supportant une charge budgétaire excessive au regard de sa prospérité relative est susceptible de bénéficier, le moment venu, d'une correction ». Le mécanisme de compensation sera modifié par la suite et concernera également l'Allemagne, l'Autriche, la Suède et les Pays-Bas.

• Septembre 1984 -> La Grèce rejoint le mécanisme de change du SME.
• Juin 1985 -> Publication par la Commission du Livre blanc, programme et calendrier pour l'achèvement du marché intérieur de 1985 à 1993 que l'Acte unique va officialiser.

• 14 juin 1985 : Signature entre 5 des pays membres de la CE d'un premier accord appelé accord de Schengen- qui marque la création de « l'espace Schengen », dont la concrétisation la plus visible est la suppression des contrôles d'identité aux frontières entre les États signataires.

• Février 1986 -> Signature (à Luxembourg puis à La Haye) de l'**Acte unique européen** prévoyant la libre circulation des biens, des services, des capitaux et des personnes, et introduisant dans un nouvel article 102 du traité de Rome une référence au SME pour affirmer la "capacité monétaire" de l'Europe.

• Avril 1986 -> Dernière dévaluation du franc.
• Juillet 1987 -> Entrée en vigueur de l'Acte unique européen, avec pour objectif d'achever le "grand marché intérieur" ou encore le "marché unique" avant la fin de 1992.

• Septembre 1987 -> Accords de "Bâle-Nyborg" par lesquels le Conseil Écofin, qui rassemble alors de manière informelle les ministres de l'Économie et des finances de la Communauté, approuve les mesures proposées par les gouverneurs des banques centrales dans le double but de renforcer la coopération monétaire et d'élargir les possibilités de recours au mécanisme de soutien du SME.

• Janvier 1988 -> Un mémorandum est adressé par les responsables français à leurs partenaires de la CEE sur l'union économique et monétaire pour proposer la création d'une banque centrale européenne et l'adoption d'une monnaie unique.

• Juin 1988 -> Pour "proposer les étapes concrètes vers l'union économique et monétaire", le Conseil européen de Hanovre forme un comité, composé des gouverneurs des banques centrales de la

L'EURO

CEE et présidé par Jacques Delors, lequel est reconduit par ce même Conseil dans ses fonctions de Président de la Commission.

Le "rapport Delors" est remis en avril 1989 : il prévoit 3 étapes pour réaliser l'UEM, avec la création d'une banque centrale commune et une fixité irrévocable des parités avant le passage à une monnaie unique.

Remarque : de même que ce sont les turbulences qu'ont connues à la fin des années 60 les monnaies européennes et l'écroulement du système de Bretton Woods dans les premières années de la décennie 70 qui expliquent le rapport Werner et la mise en place du SME, c'est l'instauration du marché unique et la libération totale des mouvements de capitaux qui expliquent le rapport Delors et la mise en place de l'UEM. En effet, selon le fameux théorème d'impossibilité dit de Padoa-Schioppa ou aussi de Mundell, si l'on souhaite préserver la stabilité des changes, la libre circulation des capitaux interdit de conduire des politiques monétaires autonomes : il faut donc dépasser en commun ces contradictions et la voie choisie est celle de l'UEM.

- Juin 1989 -> Malgré l'opposition britannique, le Conseil européen de Madrid considère le rapport du "comité Delors" comme "une bonne base de travail" et fixe au 1er juillet 90 le démarrage de la 1ère étape de l'UEM.

- Juillet 1989 -> Lancement d'un groupe de travail, sous la présidence d'E. Guigou, prépare la négociation du futur traité sur l'UEM.

- Septembre 1989 -> L'Espagne et le Portugal rejoignent le mécanisme de change du SME et la composition de l'écu est révisée en conséquence. Ce sera la dernière révision et la composition du panier sera officiellement gelée par le traité de Maastricht.

- Octobre 1989 -> Les OPCVM peuvent commercialiser librement leurs produits dans l'ensemble de la CEE.

- Novembre 1989 -> manifestations en Allemagne de l'Est depuis octobre et **le mur de Berlin tombe le 9**. Dès le 28, le chancelier d'Allemagne fédérale (Allemagne de l'Ouest), Helmut Kohl, présente un plan de réunification des deux Allemagne, qui sera effective moins d'une année plus tard.

- Décembre 1989 -> Le Conseil européen de Strasbourg étudie le "rapport Guigou" et décide l'ouverture d'une conférence intergouvernementale pour préparer le nouveau traité sur l'UEM.

§4) LES ANNEES 90 DE L'EUROPE A 15

(entrée le 1er janvier 1995 de l'Autriche, de la Finlande et de la Suède ; la Norvège refuse à nouveau de faire partie des États membres).

- Mars 1990 -> Pour faciliter le déroulement de la 1ère étape de l'UEM, le Conseil européen décide à la fois le droit qu'il a d'examiner la convergence des économies des pays de l'UEM et l'élargissement des compétences du Comité des gouverneurs des banques centrales.

- Mai 1990 (le 18) -> Traité monétaire signé à Bonn entre la RFA (« Allemagne de l'Ouest ») et la RDA (« Allemagne de l'Est »), qui décide que le Deutsche Mark émis par la RFA deviendra le 1^{er} juillet la monnaie de la RDA, avec un échange à parité : 1 ancien Mark est-allemand vaut 1 Deutsche Mark.

- Avril 1990 -> Un Conseil européen extraordinaire, à Dublin, décide que le 1er janvier 1993 ne sera pas seulement la date de l'achèvement du grand marché mais aussi celle de l'avènement d'une Europe qui disposera d'une banque centrale et d'une politique monétaire.

- Juin 1990 -> Le Conseil européen, à Dublin encore, décide l'ouverture d'une seconde conférence intergouvernementale pour préparer un traité d'union politique ainsi qu'une politique étrangère et de sécurité commune (PESC).

- 19 juin 1990 -> Signature de la Convention de Schengen entre les pays qui avaient signé l'accord de juin 1985. Cette convention entrera en application en 1995 et sera ratifiée par d'autres pays par la suite.

- Juillet 1990 (1^{er}) -> Le Deutsche Mark devient la monnaie de l'Allemagne réunifiée.

- Juillet 1990 -> Le "rapport Emerson" énonce les différents avantages que l'on peut attendre de la monnaie unique (elle supprime les coûts de conversion, elle facilite la coordination des politiques monétaires et budgétaires et elle concurrence la suprématie du dollar).

- Juillet 1990 -> **Début de la 1ère étape de l'UEM** et libéralisation complète des mouvements de capitaux dans la communauté.

L'EURO

La 1ère étape de l'UEM -1/7/90-1/1/94- est celle de la préparation de l'union ; elle doit permettre :

- le renforcement de l'union économique ;
- le développement de la coordination des politiques économiques et monétaires ;
- l'extension à toutes les monnaies du mécanisme de change du SME ;
- l'élargissement du rôle privé de l'écu ;
- la négociation et la ratification des traités d'UEM et d'union politique.

• 3 octobre 1990 -> Réunification de l'Allemagne.

Remarques :

- Pour que la réunification soit possible, encore fallait-il que les vainqueurs de la Seconde guerre mondiale donnent leur accord en signant enfin le traité de paix : ce fut fait le 12 septembre précédent avec le traité de Moscou, dit traité « 2+4 » (RFA, RDA, EU, R.U., Russie et France).
- La réunification de l'Allemagne résulte d'une négociation particulière entre la France et l'Allemagne en ce sens que le Président français –François Mitterrand-, qui fut sans doute des dirigeants européens le plus réservé à l'encontre de la réunification, a accepté le principe de la réunification en contrepartie de l'engagement de l'Allemagne à accepter celui de la monnaie unique, autrement dit l'abandon de son sacro-saint Mark, avec le risque d'une certaine remise en cause de la discipline monétaire qui est toujours allée avec. L'instauration de la monnaie unique était pour la France une façon de retrouver un rôle dans la définition de la politique monétaire et de mettre ainsi fin à toute une période où ses décisions en la matière étaient conditionnées par la toute puissance du Mark.
- On dit souvent que la réunification a coûté cher aux Allemands, ce qui est vrai, d'où leur grande réticence à participer au sauvetage des pays en difficulté lors de la crise des dettes souveraines qui commencera en 2010. Mais elle a coûté cher aussi aux autres pays européens ; en particulier à cause de la politique monétaire non coopérative menée par la Banque centrale allemande, avec des taux directeurs très élevés, pour juguler une inflation qu'ont suscitée la reconstruction des Länder de l'Allemagne de l'Est et la « digestion » de la réunification par l'Allemagne de l'Ouest. Mais les autres pays avaient des taux d'inflation plus bas, ce qui justifiait pour eux des taux d'intérêt modérés. Par conséquent, l'écart entre les taux allemands et les autres pouvaient entraîner des mouvements de capitaux : pour éviter des fuites de capitaux, il fallait aligner ses taux nationaux sur ceux de l'Allemagne, ce qui aboutit à des taux réels excessifs. C'est cette situation qui explique la forte récession de 1993, avec toutes ses conséquences économiques (baisse d'activité, diminution du pouvoir d'achat, dégradation des finances publiques), sociales (chômage) et politiques ; et avec aussi une progression de l'euroscepticisme. De surcroît, alors que certains voisins de l'Allemagne ont tenté de soutenir leur activité par la dévaluation de leur monnaie, la France n'a pas voulu y recourir, de peur de voir l'Allemagne remettre l'accord en faveur de la monnaie unique. D'où une forte envolée du chômage en France et une grave crise de changes en Europe au cours des années 1992 et 1993 qui met à mal non seulement le SME à proprement parler mais toute la construction monétaire de l'Europe (voir ci-après). Comme l'activité ne reprendra en Europe qu'à la fin des années 1990, on peut dire que cette décennie a été perdue pour notre continent – alors qu'elle apparaît aux États-Unis comme celle de la « nouvelle économie »- et cela à cause d'une politique non coopérative qui secoua des économies trop hétérogènes. La situation se répétera d'une certaine façon lors de la crise des dettes souveraines.
- • Octobre 1990 -> Entrée de la livre anglaise dans le SME.
- • Octobre 1990 -> Le Conseil européen de Rome ("Rome 1") accepte l'architecture d'ensemble de l'UEM, avec le passage à la 2ème phase au début de 1994, et réaffirme la nécessité de la PESC.
- • Décembre 1990 -> Le Conseil européen de Rome ("Rome 2") rappelle qu'il faut faire ratifier les modifications du traité de Rome avant la fin de 1992 et déclare ouvertes les deux conférences intergouvernementales décidées en décembre 89 et juin 90.
- • 26 mars 1991 -> Naissance du Mercosur (en espagnol) ou Mercosul (en portugais) ou Marcosud (en français), marché commun du Sud (de l'Amérique), regroupant le Brésil, l'Argentine, le Paraguay et l'Uruguay. Le Venezuela rejoindra ces membres permanents du Mercosur en 2006.

L'EURO

• Octobre 1991 -> Accord sur la création de l'Espace économique européen (EEE), qui regroupe les 12 pays de la CEE et 7 pays de l'AELE (Autriche, Finlande, Islande, Liechtenstein, Norvège, Suède et Suisse).

• Décembre 1991 -> Le Conseil européen, le 46ème, réuni à Maastricht, adopte le traité de l'Union européenne sur l'UEM et sur l'union politique, dit **Traité de Maastricht**. Ce traité prévoit pour l'UEM un calendrier en trois étapes : 1/1/90-21/12/93 ; 1/1/94-début 98 ; début 98-2002, cette dernière étape constituant le passage à la monnaie unique proprement dit.

Le 26 décembre, **dissolution officielle de l'URSS**, qui est remplacée par la Fédération de Russie et 14 autres Républiques indépendantes.

• 7 Février 1992 -> Signature à Maastricht du Traité de Maastricht par les douze ministres des Affaires étrangères. Les parlements nationaux doivent ratifier le traité dans l'année : les Français votent « oui » à 51% le 20 septembre.

• 18 mars 1992 -> Remise du rapport sur l'harmonisation des fiscalités des pays de l'UE établi par le « Comité Ruding ». Mais non seulement ce rapport est très critiqué mais de plus les propositions que la Commission fait en s'en inspirant se heurtent à la volonté des États de rester maîtres de leur politique fiscale. J.-P. Chevènement aime rappeler l'abandon de la clause de l'harmonisation fiscale préalable qu'avait pourtant possée le traité de Luxembourg en avril 1970.

• Juin 1992 -> Au Danemark, le « non » l'emporte au référendum sur le traité de Maastricht.

• Été 1992 -> La spéculation monétaire prend de l'ampleur. Plusieurs monnaies sont attaquées, en particulier la lire italienne.

• Septembre 1992 -> **Le SME entre en crise** sous l'effet de quatre perturbations : une forte distorsion des taux de change, les conséquences de l'unification allemande, les incertitudes sur la ratification du Traité de Maastricht et la baisse du dollar. La lire et la livre quittent le SME. La peseta est elle aussi attaquée : elle doit être dévaluée (5%).

• Septembre 1992 -> Les Français votent à 51,04% la ratification du Traité de Maastricht.

• Novembre 1992 -> Forte dévaluation de la peseta (6%) et de l'escudo (6%).

• 17 décembre 1992 -> Signature du traité instaurant l'ALÉNA, Accord de libre-échange nord-américain (NAFTA en anglais ou TLCAN en espagnol), qui regroupe les États-Unis, le Canada et le Mexique. Ce traité, sorte de réponse au traité de Maastricht ainsi qu'à celui du Mercosur entrera en vigueur le 1^{er} janvier 1994. L'UE, le Mercosur et l'Aléna sont les trois grands marchés intégrés du monde. L'ordre chronologique de formation de ces marchés régionaux est aussi celui, décroissant, de leur degré d'intégration : l'Aléna n'est qu'une zone de libre-échange, au même titre que l'AELE – association européenne de libre-échange- formée en 1960 à l'initiative du Royaume-Uni et qui regroupe aujourd'hui l'Islande, la Norvège, le Liechtenstein et la Suisse-, que l'ASEAN, association des nations du Sud-Est asiatique – qui a pris en août 1967 la suite de l'ASA entre l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines, Singapour, la Thaïlande, Brunei, le Vietnam, le Laos, le Myanmar et le Cambodge-, que l'AEC, accord de libre-échange centre européen que l'on peut aussi qualifier de balkanique, créé comme l'Aléna en décembre 1992 et qui réunira à partir de 2007 la Croatie, la Macédoine, la Bosnie-Herzégovine, la Moldavie, la Serbie, le Monténégro, l'Albanie et le Kosovo.

• Fin 1992 -> **Achèvement du marché unique**.

• Janvier 1993 -> Dévaluation de la livre irlandaise (10%).

• Mai 1993 -> Nouvelle dévaluation de la peseta (8%) et de l'escudo (6,5%).

• Juin 1993 -> Conseil européen de Copenhague au cours duquel, entre autres sujets, sont discutés et fixés les critères économiques et politiques d'adhésion à l'U.E.M. pour assurer une convergence réelle entre les économies.

• Juillet 1993 -> Les francs français et belge ainsi que la couronne danoise sont très attaqués sur le marché des changes.

• Août 1993 -> Ces fortes turbulences sur le marché des changes, causées tout à la fois par la surévaluation de certaines monnaies (due à l'aggravation de l'écart d'inflation par rapport à l'Allemagne), par le choc de demande dû à la réunification allemande, par le ralentissement de l'activité en Europe à partir de 1991 et par la spéculation financière (les marchés anticipent des dévaluations causées par un assouplissement inévitable des politiques monétaires pour relancer l'activité, étant donné que les critères de Maastricht limitent l'utilisation des politiques budgétaires), forcent à l'élargissement de +/- 2,25 % à +/- 15 % des marges de fluctuation entre les monnaies des

L'EURO

pays membres, tout en réaffirmant la validité des parités centrales. *On peut légitimement se poser la question de savoir si le SME est toujours un système de changes fixes ou s'il n'est pas entré dans la catégorie des systèmes de changes flexibles contrôlés. En tous les cas, cette crise révèle la faiblesse congénitale de la construction monétaire de l'Europe : l'hétérogénéité des économies entraîne une asymétrie entre les variables monétaires des unes et des autres – les taux de change avant l'euro et les taux d'intérêt réels après-, ce qui aggrave les déséquilibres en développant des cercles vicieux.*

Cet été 1993 offre une situation monétaire encore plus critique que l'été précédent. Maurice Allais écrit dans le journal Libération que « les spéculateurs enterrent l'Europe... L'Occident est au bord du désastre ». Plus grave : cette crise monétaire européenne se déroule sur un fond de crise économique généralisée. Depuis le début des années 90, les États-Unis (-0,8% de croissance en 1991) et le Japon (début de sa crise déflationniste) subissent une récession ; et l'Allemagne et l'Angleterre vont suivre, puis l'ensemble des pays européens continentaux : en 1993, la production totale de l'Union européenne chute de 1%.

Il faut cependant noter que la suite des années 1990 sera très favorable aux États-Unis qui connaîtront pratiquement une croissance ininterrompue pendant 10 ans. On parle d'ailleurs de « nouvelle économie » non seulement parce que cette croissance s'appuie fortement sur la révolution industrielle du numérique et de l'Internet mais aussi parce qu'au cours de cette période sont pratiquement réalisés, pour la première fois, les quatre coins du carré magique de Kaldor : croissance, stabilité des prix, plein emploi et équilibre extérieur, et que l'on croie détenir une formule miracle pour faire disparaître les cycles économiques. On sait ce qu'il adviendra de cette « nouvelle économie » dans son sens macroéconomique avec l'éclatement de la bulle Internet à la fin de cette décennie, mais la « nouvelle économie » dans son sens technologique continue son développement dans toute notre « économie-monde ». Il est clair que l'Europe et spécialement la France ont raté le train de la nouvelle économie, un peu dans son sens technologique et beaucoup dans son sens macroéconomique à cause de la crise de changes au sein du SME, de l'absence de coup de fouet qu'une dévaluation du Franc aurait pu donner à la compétitivité de la Maison France, et du traitement de nos déficits publics davantage par la hausse des impôts que par une gestion plus rigoureuse et plus parcimonieuse des dépenses publiques, ce qui, pour longtemps, va créer un cercle vicieux déflationniste, réduire gravement la croissance potentielle, et alourdir d'année en année la dette publique...

- Août 1993 -> Conformément au Traité de Maastricht, une loi (du 4 août) donne à la Banque de France son indépendance, crée le Conseil de la politique monétaire et interdit à la Banque centrale de prêter son concours aux administrations publiques pour le financement monétaire de leurs déficits. L'article 1 de la loi fixe à la Banque de France comme objectif essentiel sinon unique la stabilité des prix. Il reste au gouvernement à déterminer le régime des changes et la parité du franc.

La loi prendra effet à compter du 1/1/94. Mais si la Banque de France devient indépendante du gouvernement, elle reste partie intégrante de l'État dont elle exerce, par délégation, le pouvoir monétaire interne.

- Novembre 1993 -> **Entrée en vigueur du Traité de Maastricht**, ratifié par les 12 États membres. Gel de la composition de l'écu. **L'Union européenne est officiellement née**. La Communauté européenne (CE) se transforme ainsi en Union européenne (UE).

- 9 et 10 Décembre 1993 -> Le Conseil de Bruxelles fixe à Francfort la localisation du siège de la future Banque centrale européenne.

- Fin 1993 -> **Achèvement de la 1ère étape de l'UEM :**

- interdiction de financer les déficits publics par la création monétaire ;
- levée des interdictions aux mouvements de capitaux non seulement entre les États membres mais aussi entre ceux-ci et les pays tiers ;
- présentation par les États membres de "programmes de convergence".

- 1^{er} janvier 1994 -> **Début de la 2ème étape de l'UEM** - 1/1/94-31/12/98- qui est une étape transitoire dans le but de :

- créer une autorité monétaire commune, l'Institut monétaire européen (IME), situé à Francfort et qui doit non seulement préfigurer la future banque centrale européenne (BCE) mais aussi développer la coopération monétaire (le premier président de l'IME est le belge Alexandre Lamfalussy qui dirigeait jusqu'alors la Banque des règlements internationaux -BRI-) ;

- élargir le domaine d'application de la règle de la majorité aux décisions d'orientation de politique économique ;

- renforcer le marché intérieur, les aides structurelles et la politique de la concurrence.

Signalons que c'est également le 1^{er} janvier qu'entre en vigueur l'Espace économique européen (EEE).

L'EURO

• 11 janvier 1994 -> Dévaluation du franc CFA et du franc comorien : 1 FCFA = 0,01 franc français et 1FC = 0,0133 franc français.

• Mai 1995 -> Dans un "*Livre vert*", la Commission décompose la 3ème étape de l'UEM en un "scénario de référence" en trois périodes :

- période intérimaire - le plus tôt possible en 1998-1er janvier 1999 - : établissement de la liste des pays pouvant participer à la 3ème étape ;

- période transitoire -1/1/1999-31/12/2001- : début de la 3ème étape avec en particulier la fixation irréversible des taux de conversion entre les monnaies des pays de la zone euro et l'euro et l'utilisation de l'euro pour les opérations de politique monétaire et de change ainsi que pour les opérations sur les marchés financiers ;

- troisième période - 1/1/2002-30/06/2002 au plus tard - : l'euro est progressivement introduit comme monnaie fiduciaire et scripturale pour les agents non financiers et les monnaies nationales doivent donc complètement avoir disparu le 1/7/2002.

• Juin 1995 -> Le Conseil européen de Cannes confirme la date du 1/1/1999 et non pas en 1997 comme prévu pour le passage à la monnaie unique et étudie les aspects techniques concrets de cette monnaie unique.

• Été 1995 -> Le paysage monétaire européen illustre la théorie de l'Europe à géométrie variable. En effet, pas moins de cinq cercles peuvent être distingués autour du centre constitué par l'Allemagne :

- le premier cercle des seuls Pays-Bas qui se maintiennent dans les anciennes bandes étroites vis-à-vis du DEM ;

- le deuxième cercle des pays qui participent aux bandes larges mais sans dévaluation : Autriche, Belgique, France, Luxembourg ;

- le troisième cercle des pays qui participent aux bandes larges après dévaluation(s) : Espagne, Irlande, Portugal ;

- le quatrième cercle des pays en congé de SME : Danemark, Italie, Royaume-Uni ;

- le cinquième cercle des pays jamais dans le SME : Finlande, Grèce, Suède.

• Décembre 1995 -> Le Conseil européen de Madrid adopte à l'unanimité le "scénario de référence" du "Livre vert" concernant le passage à la monnaie unique et préfère finalement le nom d'"euro" à celui d'"écu" pour la monnaie européenne. L'ouverture d'une conférence intergouvernementale (CIG) est prévue en mars 1996 pour la révision du traité de Maastricht.

Le sigle de l'euro, choisi par la Commission européenne, combine deux symboles : l'epsilon, cinquième lettre de l'alphabet grec pour rappeler l'héritage d'un pays qui a été le berceau de la culture européenne et première lettre du nom Europe, et deux traits parallèles horizontaux représentant la stabilité monétaire. (Rappelons à ce propos que le drapeau européen, adopté le 8/10/1955, est également une représentation symbolique : sur fond azur, le nombre de ses étoiles disposées en cercle -12- n'est pas le nombre de pays composant l'Union mais le nombre qui est le symbole de la perfection et de la plénitude).

• Mars 1996 -> Le Conseil européen de Turin ouvre la CIG. Les débats portent essentiellement sur le volet social du dossier : un mémorandum est présenté par la France pour un "modèle social européen".

• Avril 1996 -> Le Conseil Écofin de Vérone propose le pacte de discipline budgétaire et un mécanisme européen de change particulier pour les États membres qui ne seront pas dans la zone euro en 1999 (il est en particulier prévu l'ancrage sur l'euro, que la largeur des marges de fluctuation sera calculée de manière à éviter la spéculation et que la BCE soutiendra les devises tant que la stabilité des prix ne sera pas affectée). Le tout sera discuté lors du Conseil européen de Dublin en décembre.

• Novembre 1996 -> Retour de la lire dans le SME après une parenthèse de quatre ans pendant laquelle l'Italie a mené de fait une politique de dévaluation compétitive.

• Décembre 1996 -> Le Conseil européen de **Dublin** adopte le statut juridique de l'euro, les orientations pour un nouveau mécanisme de change dit "SME-bis" (ou MCE 2 - mécanisme de change européen n°2) entre l'euro et les monnaies des États membres ne participant pas encore à l'UEM, et les orientations pour la mise en œuvre d'un pacte de stabilité et de croissance : les Allemands, dans la logique de leur "culture de la stabilité", veulent imposer un pacte de stabilité

L'EURO

budgétaire pour compenser l'absence d'union politique et les Français tiennent à ce que l'on ajoute l'objectif de croissance.

• Mars 1997 -> Accord franco-allemand pour la création d'un "conseil de stabilité" informel regroupant les ministres de l'Économie et des finances de la zone euro afin d'harmoniser leurs politiques économiques.

• Avril 1997 -> Le Conseil des ministres européens de l'Économie et des finances se réunit à Noordwijk aux Pays-Bas pour arrêter le calendrier précis de l'euro.

• Juin 1997 -> Le Conseil européen d'**Amsterdam** a pour ordre du jour prioritaire la révision annoncée du traité de Maastricht sur un point capital : la réforme des institutions, celle-ci étant déjà ressentie comme nécessaire par le passage de 12 à 15 du nombre d'États membres mais devenant à fortiori incontournable lorsque ce nombre passera peut-être à 26 avec l'élargissement de l'UE à Chypre et aux dix "PECO" (pays d'Europe centrale et orientale). C'est sur ce point un constat d'échec. Mais le sommet d'Amsterdam permet malgré tout de mettre un terme à la crise qui menace alors l'euro et le couple franco-allemand en adoptant un dispositif réglementaire instituant comme il a été prévu lors du sommet de Dublin un SME-bis - sorte de sas de passage à l'euro pour les pays "pré-in" - et un pacte de stabilité et de croissance ; et, à la demande du gouvernement français, est ajoutée une résolution sur la croissance et l'emploi qui prévoit l'organisation d'un sommet annuel au cours duquel seront examinés les objectifs nationaux pour l'emploi. Ce pacte définit les modalités d'un mécanisme de dissuasion et de sanction appelé à renforcer le système de surveillance des déficits budgétaires excessifs prévu par l'art. 104 C du Traité de Maastricht.

Les dessins des pièces en euro sont par ailleurs adoptés.

• Octobre 1997 -> Signature du **traité d'Amsterdam** qui correspond à l'accord de principe donné par le sommet d'Amsterdam de juin sur les résultats de la CIG décidée en décembre 95 et ouverte en mars 96. Ce traité doit faire l'objet d'une ratification par les quinze États membres.

Peu après est présentée la "version consolidée" des différents traités de la CEE et de l'UE.

Notons que le Traité d'Amsterdam abroge l'article 44.2 du Traité de Rome qui reconnaît le principe de « préférence naturelle ».

• Novembre 1997 -> Conseil européen extraordinaire de Luxembourg sur l'emploi. Sont prises en particulier des initiatives en faveur de l'emploi dans les PME et des nouvelles technologies.

• Décembre 1997 -> Le Conseil Écofin adopte le "paquet fiscal" à mettre en œuvre dès l'année suivante pour commencer l'harmonisation des politiques fiscales.

• Décembre 1997 -> Le Conseil européen de Luxembourg crée le Conseil de l'euro (ou "Euro 11" ou encore EuroX qui deviendra l'Eurogroupe avec l'entrée de la Grèce) pour réunir de manière informelle tous les mois environ les ministres de l'Économie et des finances de la zone euro dans le but qu'ils se concertent sur tous les sujets relatifs au bon fonctionnement de l'UEM, y compris sur les rendez-vous internationaux importants ayant trait à la monnaie tels que les réunions du G7. Le Conseil Écofin, qui regroupe les ministres de l'Économie et des finances de toute l'UE et dont l'existence a été consacrée par le Traité de Maastricht, doit quant à lui surveiller les évolutions du taux de change de l'euro, formuler les orientations générales de politique de change et procéder à des échanges de vue et d'informations avec la BCE, à qui l'article 105 du traité de Maastricht confie la conduite quotidienne des opérations de change. Il convient de remarquer d'une part qu'il reste à clarifier les tâches respectives de l'Eurogroupe et de l'Écofin et qu'il faudra un jour officialiser le pouvoir de décision de l'Eurogroupe et que pour cela il sera nécessaire de savoir si son pouvoir est de nature exécutive et/ou législative, si on doit le limiter aux seuls ministres des finances ou l'élargir aux chefs de gouvernement et d'États et quelles sont les règles de vote à appliquer. Remarque : avec le lancement de la zone euro en 1999, un paradoxe apparaît puisque l'Écofin, groupe officiel, devient au grand dam des Britanniques, qui appartiennent à l'Écofin mais pas à l'Eurogroupe, une sorte de chambre d'enregistrement alors que l'Eurogroupe, groupe sans existence légale, devient l'instance décisionnelle pour la monnaie unique.

Le Conseil de Luxembourg confirme aussi la date du 1/12/2002 pour l'introduction des pièces et billets en euro.

Le Conseil de Luxembourg insiste par ailleurs sur la nécessaire coordination des politiques économiques au sein de la zone euro. Pour cela, il rappelle d'abord que la procédure annuelle des "GOPE" - grandes orientations de politiques économiques - prévue par le Traité de Maastricht (art.

L'EURO

99-2) est un instrument efficace au service d'une convergence soutenue entre les États membres ; ensuite, il crée une nouvelle procédure, celle des "coordinations renforcées" entre pays de la zone euro qui portent sur l'évolution macroéconomique des différents États membres, l'évolution du taux de change de l'euro, la surveillance des situations et des politiques budgétaires, la surveillance des politiques structurelles et des tendances de coûts et de prix.

• Mars 1998 -> La Commission européenne recommande que onze pays soient considérés comme remplissant les conditions nécessaires à l'adoption de l'euro à partir du 1/1/1999. L'IME émet des appréciations concordantes.

• Avril 1998 -> L'Assemblée nationale française approuve le transfert à l'Europe de la "souveraineté monétaire" française en déléguant l'essentiel de ses pouvoirs à la BCE.

• Mai 1998 -> Le Conseil européen de **Bruxelles** arrête le 2 mai à la majorité qualifiée la liste des États membres qui remplissent les conditions pour participer à l'euro au 1/1/1999, compte tenu des rapports de la Commission et l'IME, de l'avis du Parlement européen et des recommandations du Conseil Écofin réuni la veille. Le Conseil a abouti aussi à un accord politique sur les personnalités à recommander pour remplir les fonctions de président, de vice-président de la BCE et pour faire partie de son directoire (les nominations de ces personnalités interviennent quelques jours plus tard, après la consultation le 11 mai du Parlement européen).

Les six membres du directoire de la BCE sont :

Wim Duisenberg, Président, né en juillet 1935 (Pays-Bas) ; Ministre des Finances néerlandais en 1973, gouverneur de la Banque centrale néerlandaise en 1983 et directeur de l'IME à partir de 1997.

Christian Noyer, vice-président, né en octobre 1950 (France).

Otmar Issing (Allemagne).

Tommaso Padoa-Schioppa (Italie).

Eugenio Domingo Solans (Espagne).

Sirrka Hämäläinen (Finlande)

Le Conseil Écofin adopte aussi des dispositions réglementaires complémentaires concernant notamment le statut juridique de l'euro et les spécifications techniques des pièces en euro : il y aura 8 pièces libellées en euros : 1, 2, 5, 10, 20, 50 cents, 1 et 2 euros ; ces pièces comporteront toutes une face commune à tous les pays de la zone euro où sera indiquée la valeur faciale et une face dite nationale, dont le thème, propre à chaque pays, sera entouré de 12 étoiles (quant aux billets, qui ne comporteront aucun signe national distinctif, sept coupures seront disponibles - 5, 10, 20, 50, 100, 200 et 500 euros - de couleurs différentes et dont la taille croîtra avec la valeur faciale).

Enfin, les ministres de l'Économie et des finances, les gouverneurs des banques centrales, la Commission et l'IME annoncent les taux de conversion bilatéraux qui prévaudront entre les monnaies de la zone euro à partir du 1/1/1999, date à laquelle par conséquent seront fixés de manière irréversible les taux de conversion en euro, sur la base 1 Ecu = 1 euro. Certains experts estiment que l'objectif de crédibilisation de l'euro a ainsi empêché un réajustement des parités avant le 1/1/1999 qui aurait pu, compte tenu des situations conjoncturelles des différents pays et des écarts de compétitivité entre eux, transférer en quelque sorte une partie de la croissance des pays à la limite de la surchauffe vers ceux qui sont pratiquement au bord de la déflation.

Signalons que la frappe des premiers euros d'Europe a lieu à Pessac, en Gironde, le 11 mai 1998.

• 12 mai 1998 -> Adoption en France d'une loi modifiant les statuts de la Banque de France pour tenir compte de son intégration dans le Système européen de banques centrales ; et aussi pour renforcer son indépendance déjà affirmée dans la loi d'août 1993.

• Juin 1998 -> Entrée en fonction le 1er juin de la BCE qui se substitue à l'IME et du SEBC (système européen des banques centrales) qui regroupe la BCE et les banques centrales nationales des pays de la zone euro et dont le principal rôle sera d'apporter son soutien aux politiques économiques générales de l'UE. BCE et SEBC ne seront pleinement opérationnels qu'à compter du 1/1/1999. BCE et SEBC sont totalement « indépendants » : ils bénéficient à la fois de l'indépendance des objectifs et de celle des instruments en matière monétaire.

Lors de sa première réunion, le 4 juin, le Conseil de l'euro définit un calendrier, une méthode et un programme de travail, où figure en particulier l'amélioration de l'outil statistique avec la production

L'EURO

d'un tableau de bord mensuel de la situation économique de la zone euro. Le Conseil de l'euro doit se réunir en principe chaque fois avant la réunion du Conseil Écofin.

Le Conseil européen de Cardiff se tient les 15 et 16 juin. Les principaux points abordés sont la situation économique et sociale de l'UE, avec notamment un premier examen des plans nationaux pour l'emploi, l'"agenda 2000" qui recouvre une triple réforme, celle de la PAC, celle des fonds structurels et celle du financement de l'UE dans la perspective de son élargissement aux pays de l'Europe centrale et orientale, et la réforme des institutions européennes ainsi que la question du partage des compétences entre la Commission et les autorités nationales.

• Juillet 1998 -> La BCE, lors de la deuxième réunion de son Conseil des gouverneurs, annonce entre autres l'introduction d'un système de réserves obligatoires et rémunérées : à partir du 1/1/1999, toutes les institutions de crédit établies dans la zone euro déposeront entre 1,5% et 2,5% de leurs dépôts auprès de leur banque nationale. Ces réserves seront rémunérées par la BCE à un taux correspondant au taux moyen des plus importantes opérations de refinancement réalisées auprès d'elle.

• Automne 1998 -> Les taux d'intérêt des pays "in" convergent à la baisse. Vers 3,3% pour les taux courts et vers 4 % pour les taux longs, ce qui correspond à des taux réels compris entre environ 2% et 3% puisque le taux d'inflation est proche de 1%. Cette baisse généralisée s'explique par la forte désinflation, la confiance des marchés en l'euro et la volonté des banquiers centraux d'assurer la convergence des taux de la zone euro vers le niveau le plus bas avant le lancement de l'euro.

• Début décembre 1998 -> Le Conseil des gouverneurs de la BCE prend (le 3/12) deux décisions importantes :

- La baisse coordonnée des taux d'intérêt directeurs de court terme à 3% de tous les pays de la zone euro en même temps. Cette baisse, en une période de relatif ralentissement économique et de scepticisme sur le taux de croissance à venir, est pour les experts le signe peut-être d'un pragmatisme de bon aloi des autorités monétaires européennes. Pour les banquiers centraux, la baisse des taux répond à plusieurs objectifs : la cohésion de la zone euro, la convergence des taux européens vers les taux les plus bas, le choix du meilleur taux d'entrée dans l'euro, l'invitation pour les gouvernements au strict respect du pacte de stabilité budgétaire, pour les entreprises à la modération de leurs coûts de production et pour tous les Européens à la confiance en la croissance saine de l'économie européenne.

Cette décision des banques centrales nationales facilite l'annonce à la fin du mois (le 22/12) par la BCE du niveau de ses propres taux d'intérêt à partir du 1/1/1999 (voir la section IV).

Les taux d'intérêt servant de référence aux opérations bancaires s'europeanisent eux-aussi : pour le taux interbancaire offert en euro pour des durées de 1 à 12 mois, le PIBOR (Paris interbanking offered rate) ou TIOP (Taux interbancaire offert à Paris) devient l'EURIBOR ou TIBEUR ; et pour le taux moyen de l'argent au jour le jour dans la zone euro, le TMP (taux moyen pondéré) devient l'EONIA (Euro Overnight Interest Average) ou TEMPE (Taux européen moyen pondéré).

L'EURIBOR concerne le futur puisqu'il informe les opérateurs de marchés sur le coût des prêts interbancaires allant de 15 jours à un an. Par contre, l'EONIA concerne le passé puisqu'il est établi sur les taux constatés effectivement sur la journée.

- La définition de l'objectif de stabilité des prix : hausse des prix à la consommation inférieure à 2%. (voir la section consacrée plus loin au cadre opérationnel).

• Début décembre 1998 -> De façon à ce que l'Europe monétaire parle d'une seule voix au G7, le Conseil des ministres des finances de la zone euro propose que l'UEM soit représentée lors des réunions des ministres des finances du G7 par le Président de l'Euro 11, accompagné du Président de la BCE et du Commissaire européen chargé des questions économiques, monétaires et financières. Seulement, avant la réunion suivante du G7 (le 20 février 1999), les Américains contestent cette représentation de la zone euro qui réunirait pas moins de dix personnes... : finalement, la Commission européenne n'assiste pas à la réunion.

• Fin décembre 1998 -> Pour surveiller les politiques budgétaires et la coordination des politiques macroéconomiques de l'UE, les États membres doivent fournir à la Commission de Bruxelles pour la période quadriennale allant de 1999 à 2002 les "programmes de stabilité" ou les "programmes de convergence" selon qu'il s'agit des pays "in" ou "pré-in". Le programme français prévoit de ramener les déficits publics de 2,3% du PIB en 1999 à environ 1% en 2002.

L'EURO

• Mercredi 30 décembre 1998, à minuit : toutes les opérations financières sont gelées dans les 11 pays de la zone euro.

• Jeudi 31 décembre 1998 -> La parité de l'euro avec les monnaies nationales est fixée par la succession de cinq étapes :

1ère étape à 11h30 : prise en compte des cotations des différentes monnaies européennes.

- Les 15 banques centrales nationales se communiquent mutuellement par téléconférence le taux de change de leur monnaie par rapport au dollar américain ; elles les communiquent également à la Commission de Bruxelles pour l'étape suivante ;

- En croisant ces taux, sont déterminés les taux bilatéraux entre monnaies "in" (ainsi, FRF/DEM = (FRF/USD) / (DEM/USD)), lesquels taux bilatéraux, pour être égaux aux cours pivots bilatéraux du SME fixés lors du sommet de Bruxelles des 2-3 mai 98, peuvent nécessiter des interventions sur le marché des changes.

2ème étape à 12h : la Commission procède au calcul déterminant la parité de l'Écu selon la démarche suivante.

Monnaies européennes "in" + GBP	Composition de l'écu en monnaies europ. (A)	Cours du USD en Compo. du panier monnaies europ. (B) selon valeurs de l'étape 1	Cours du USD en Compo. du panier de l'écu en USD (C) = (A) / (B)	Cours de l'écu et donc de l'euro en monnaies europ. (D) = (B) * Σ
FRF	1,332			6,55957
DEM	0,6242			1,95583
BEF	3,301			40,3399
LUF	0,13			40,3399
NLG	0,2198			2,20371
DKK	0,1976			
GRD	1,44			
ITL	151,8			1936,27
ESP	6,885			166,386
PTE	1,393			200,482
IEP	0,008552			0,787564
GBP	0,08784			
$\Sigma = \text{cours Ecu/USD}$				
ATS				13,7603
FIM				5,94573

C'est la colonne (D) qui fournit les taux de change irrévocables de chaque monnaie participante par rapport à l'euro ; ces taux de change sont arrondis au sixième chiffre significatif.

3ème étape entre 12h30 et 13h : Réunion des ministres des Finances des 15 pour signer le document de la Commission qui fixe la valeur de l'euro.

4ème étape à 14h : Consultation de la BCE qui, par son accord, donne le coup d'envoi de l'euro.

5ème étape à 15h : Publication au Journal Officiel des Communautés européennes du règlement sur les taux de conversion.

Remarques : 1- Ces différentes opérations se sont parfaitement déroulées, ce qui a favorablement impressionné les marchés : au moment de l'annonce des parités, vers 13h, l'euro vaut officiellement 1,1685 USD puis 1,1737 à la clôture de New-York ...

2- La valeur en euro des francs CFA et comorien est automatiquement déduite de la valeur du franc français en euro.

On a 1 euro = 6,55957 FRF, 1 FCFA = 0,01 FRF et 1 FC = 0,0133 FRF ;
alors, 1 euro = 655,957 FCFA et 1 FCFA = 0,001524 euro ;
 1 euro = 493,201 FC et 1 FC = 0,002028 euro.

L'EURO

• 1er janvier 1999 -> À 0 heure, dans toute la zone euro, l'euro devient la monnaie officielle des 11 pays et les monnaies nationales ne constituent désormais qu'une subdivision de la monnaie européenne. La première cotation officielle de l'euro a lieu à Sydney en Australie (en fait en date du dimanche 31/12/98, décalage horaire oblige) : 1 euro = 1, 1747 \$ (L'euro est désormais coté selon le procédé de la cotation au certain).

La BCE entre en fonction et conduit la politique monétaire de la zone euro. Dès le début de la matinée, chaque banque centrale nationale ouvre le système de règlement brut en temps réel des paiements interbancaires et le système Target commence à assurer la communication des systèmes bancaires nationaux entre eux. En milieu d'après-midi, la BCE lance son premier appel d'offres pour le refinancement des banques commerciales de la zone euro.

Le 1/1/1999 marque le début de la période transitoire nécessaire à la production des billets et des pièces en euros et pendant laquelle les agents économiques, privés et publics, doivent s'adapter progressivement à la mise en place de l'euro. C'est ainsi qu'est conseillé le double affichage pour les prix sur les étiquettes, les salaires sur les feuilles de paie, les paiements et les prestations sur les documents de la Sécurité sociale, les sommes sur les quittances des grands facturiers (EDF-GDF, France Télécom, ...), etc...

• 4 janvier 1999 -> Quatre événements importants marquent cette journée :

- 1) les marchés financiers de la zone euro basculent en euros ;
- 2) l'euro scriptural est lancé : l'euro est utilisable par chèque, virement, carte bancaire...;
- 3) l'euro est la seule monnaie des transactions interbancaires de la zone euro ;
- 4) les dettes et les encours des États membres sont libellés en euros.

Les premiers jours de vie de l'euro sont euphoriques sur les places financières européennes : l'Euro Stoxx 50 et le FTSE Ebloc 100, les deux principaux indices boursiers de la zone euro, ont progressé respectivement de 7,6% et de 6,5 % sur les seules deux premières séances. Notons cependant que ce mouvement de hausse est à relativiser pour au moins trois raisons : d'abord, il traduit une reprise un peu brutale suite à 3 semaines de calme et d'attentisme, ensuite, le mois de janvier est traditionnellement un mois de hausse, enfin, il traduit incontestablement l'effet d'enthousiasme.

• 5 janvier 1999 -> La BCE révèle le montant des avoirs de change dont dispose le SEBC en ce début 1999 : 227,4 milliards d'euros (en dollars à 90%) et des réserves d'or évaluées à 99,6 milliards d'euros. Certains experts estiment ces montants pléthoriques et suggèrent de les réduire pour stimuler la croissance.

• 18 janvier 1999 -> À Versailles, le Congrès (Sénat + Assemblée nationale) vote la révision institutionnelle qui ouvre à la France la voie de la ratification du traité d'Amsterdam, puisque celle-ci nécessite en particulier l'extension de l'article 88 de notre Constitution relatif aux transferts de compétences.

-> À Bruxelles se tiennent les premières réunions de l'Euro 11 puis du Conseil Écofin depuis l'avènement de l'euro, dans un contexte un peu tendu par la crise monétaire brésilienne et par les risques que celle-ci fait peser sur la croissance mondiale.

• 9 février 1999 -> Alors que plusieurs ministres de finances de la zone euro souhaitent que l'on applique le principe des zones-cibles pour éviter à l'euro des variations de change trop erratiques, le président de la BCE, Wim Duisenberg, s'oppose à ce principe.

• Début mars 1999 -> La France ratifie le traité d'Amsterdam.

• 4 novembre 1999 -> Après plusieurs mois d'attentisme, la BCE décide pour la première fois de son existence de relever ses taux directeurs (le Refi passe ainsi de 2,5% à 3%).

§5) DE 2000 A MI-2007 : L'EUROPE A 25 PUIS A 27 ET LA MISE EN PLACE DE L'EURO.

Cette décennie voit un important élargissement de l'UE. Mais, paradoxalement, alors que le Mur de Berlin est tombé il y a une dizaine d'années, ce qui pouvait donner au continent européen une réelle unité, sous les signes conjugués de la démocratie politique et de l'économie de marché, les élargissements ont transformé le projet des Fondateurs en utopie : l'Europe fédéraliste est irrémédiablement enterrée, surtout que l'approfondissement des institutions ne va pas accompagner l'élargissement géographique. Sans parler des conséquences négatives qu'avait eu déjà bien avant l'entrée de la Grande-Bretagne sur l'esprit de la construction européenne...

L'EURO

• Année 2000 : Face aux risques inflationnistes que lui font craindre la hausse du prix du pétrole et la baisse de l'euro par rapport au dollar, la BCE relève à plusieurs reprises ses taux également, les 3 février, 16 mars, 27 avril, 8 juin, 31 août et 5 octobre.

• 23 et 24 mars 2000 -> Conseil européen à **Lisbonne** : les chefs d'États et de gouvernements déclarent vouloir faire de l'Europe dans la décennie à venir « *l'économie de la connaissance la plus compétitive et la plus dynamique du monde, capable d'une croissance économique durable accompagnée d'une amélioration quantitative et qualitative de l'emploi et d'une plus grande cohésion sociale* ». Un rythme de croissance annuel moyen de 3% est ainsi prévu dans le cadre du développement d'une « société de l'information ».

Une révision de cette stratégie est prévue à mi-parcours.

Le « Plan d'action des services financiers » (PASF), préparé en 1998 et publié en 1999, est adopté : il a pour but de mettre en place à l'horizon 2005 un marché financier européen intégré, c'est-à-dire un marché financier de détail ouvert à tous les ménages européens, un marché unique des services financiers de gros et l'harmonisation des règles prudentielles.

Dans le domaine bancaire, le sommet de Lisbonne souhaite que la mise en place de l'euro soit consolidée par la formation d'un espace de paiement unique. C'est l'annonce de la constitution en 2002 de l'EPC (European Payments Council), le Conseil européen des paiements, et du projet SEPA (Single Euro Payments Area), Espace unique de paiements en euro.

• Juin 2000 -> Sommet européen de Feira au Portugal : admission de la Grèce dans la zone euro à compter du 1/1/2001.

Remarque : le 22 septembre 2004, le ministre de l'économie grecque reconnaîtra que, suite à un audit des finances publiques, le déficit de la Grèce s'était élevé en fait à 4,1% du PIB en 2000 au lieu des 2% annoncés...

• 22 septembre 2000 -> Pour la première fois depuis sa prise de fonction, la BCE intervient sur le marché des changes, en concertation avec la Fed et les banques centrales d'Angleterre, du Canada et du Japon pour soutenir l'euro dont la baisse du taux de change accroît les occasions d'inflation importée.

• 28 septembre 2000 -> Échec du référendum danois sur l'adhésion à l'euro.

• Octobre-novembre 2000 -> Malgré cette action des grandes banques centrales, la monnaie unique tombe à son plus bas niveau le 26 octobre (1 euro = 0,8230 \$) : la BCE intervient alors unilatéralement pas moins de quatre fois sur le marché des changes en moins d'une semaine (2 fois le 3 novembre, le 6 et le 9 novembre). Mais ces interventions répétées ont une efficacité bien limitée puisque le cours de l'euro par rapport au dollar est de 0,8520 le 17 novembre.

• 7 au 11 décembre 2000 -> Le Sommet de **Nice**, le plus long de l'histoire communautaire et aussi le plus critiqué parce qu'il ne tient pas du tout ses promesses de rendre l'UE plus transparente et plus démocratique et d'accroître l'« envie d'Europe ». Il laisse en suspens beaucoup de sujets importants sur le principal sujet mis à son ordre du jour : la réforme des institutions européennes dans la perspective de l'élargissement.

Lors de ce sommet, la notion de « coordinations renforcées » lancée au sommet de Luxembourg (1997) est amendée et remplacée par celle de « *coopérations renforcées* » : un groupe d'États membres de l'UE peut demander, sous certaines conditions, à former une coopération renforcée pour progresser plus rapidement dans certains domaines en se dotant de procédures de décision en groupe restreint. Notons que l'UEM met actuellement l'accent plutôt sur la dimension monétaire et relativement beaucoup moins sur la dimension économique : la procédure des coopérations renforcées pourrait rééquilibrer l'UEM en favorisant à la fois une vision stratégique des politiques économiques européennes et la définition de politiques ciblées, spécialement en matière d'emploi. Remarquons aussi que l'UEM peut elle-même être assimilée à une double « coopération renforcée », une coopération renforcée institutionnelle puisqu'il y a d'un côté les pays « in » et de l'autre les pays « out » et une coopération renforcée informelle avec les réunions de l'Eurogroupe.

• Le 1/1/2001 -> Entrée de la Grèce dans la zone euro. Taux de conversion : 340,75 drachmes pour 1 euro.

• Mai 2001 : Après une période marquée par plusieurs élévations de ses taux directeurs, la BCE les baisse pour tenir compte du ralentissement de la croissance monétaire. Une nouvelle baisse a lieu en particulier le 17 septembre pour soutenir l'activité suite aux événements du 11 septembre.

L'EURO

• Décembre 2001 -> Lors du Conseil européen de Laeken, les 15 États membres décident de convoquer une Convention chargée, en un an, de proposer les réformes possibles du fonctionnement de l'UE dans la perspective de son élargissement, d'en déterminer le cadre institutionnel et politique, de simplifier les traités précédents, de fixer le statut de la charte des droits fondamentaux.

• Le 1/1/2002 -> Mise en circulation des billets et pièces en euro : utilisation de l'"euro fiduciaire". Les paiements scripturaux en monnaie nationale ne sont plus possibles.

• Février 2002 -> Le 28 février est la date butoir à partir de laquelle seul l'euro a cours légal avec par conséquent cessation de toutes les opérations en monnaies nationales au profit de l'euro. Initialement, la date butoir prévue était le 1er juillet 2002 ; mais pour éviter les complications dues à une période de double circulation trop longue, ce basculement a été concrètement avancé à fin février. Plusieurs pays ont même retiré leur monnaie nationale de la circulation monétaire avant la fin du mois de février : le franc français est ainsi retiré de la circulation le 17 février.

• 28 février 2002 -> Ouverture de la Convention européenne, composée de 105 membres et présidée par le Président Valéry Giscard d'Estaing.

• Juin 2002 -> Création de l'EPC (European Payments Council), le Conseil européen des paiements, par 42 banques européennes et les associations professionnelles européennes du secteur bancaire (qui ont cosigné un livre blanc en mai). Cette création, encouragée par l'Eurosystème, a pour objectif de réaliser d'ici 2010 le SEPA (Single Euro Payments Area), Espace unique de paiement en euros, de manière à ce que les paiements scripturaux dans et à travers les pays de la zone euro soient aussi simples que les paiements par billets et pièces. Le projet de SEPA doit rendre moins coûteux et plus efficaces les paiements transfrontaliers. En effet, il vise la formation d'un ensemble commun d'instruments de paiement, de normes, de procédures et d'infrastructures qui doit permettre la réalisation d'importantes économies d'échelle. Le SEPA nécessite en premier lieu la mise au point d'un menu complet d'instruments paneuropéens de paiement que le grand public doit pouvoir utiliser dès 2008.

• 1^{er} février 2003 -> Entrée en vigueur du Traité de Nice.

• Mars 2003 -> Le Conseil de l'U.E. décide de la réforme du fonctionnement de la BCE dans la perspective de l'élargissement.

• 16 avril 2003 -> Sommet à Athènes où est signé le traité d'adhésion à l'UE de l'Estonie, de la Lettonie, de la Lituanie, de la Hongrie, de la Pologne, de la République tchèque, de la Slovaquie, de la Slovénie, de Chypre et de Malte. Décidées au sommet de Copenhague en décembre 2002, ces adhésions deviennent effectives le 1^{er} mai 2004.

• Mai 2003 -> La BCE définit une nouvelle structure de son système d'information.

• Juin 2003 -> Sommet européen de Thessalonique où est approuvé le projet de Traité constitutionnel.

• Juillet 2003 -> Fin des travaux de la Convention européenne et V. Giscard d'Estaing remet le projet de traité constitutionnel à l'Italie qui assure la Présidence de l'UE.

• 14 Septembre 2003 -> Ont lieu deux évènements symboliques pour l'avenir de l'Europe.

Le premier est le référendum en Suède où le "non" à l'entrée dans la zone euro l'emporte avec un taux de 56,1 %. Sans doute pour deux raisons essentielles : d'une part parce qu'une majorité de Suédois estiment que l'entrée dans la zone euro peut menacer leur système de protection sociale ; d'autre part ils craignent de devoir partager le sort des "petits pays" de la zone euro qui s'acharnent à respecter scrupuleusement la discipline du pacte de stabilité et de croissance pendant que s'en affranchissent les "grands pays" qui en ont été pourtant les principaux instigateurs. Ce résultat pose d'abord un problème juridico-institutionnel puisque, contrairement à la Grande-Bretagne et au Danemark qui s'étaient réservé l'option de ne pas adopter l'euro (ces pays bénéficient de la clause formelle d'opt out), la Suède est a priori tenue d'y adhérer dès lors qu'elle satisfait aux critères de convergence autant dire que ce pays bénéficie d'une interprétation bienveillante et même complaisante de ces critères). Ensuite, comme il est difficile de concevoir des mesures de rétorsion, cela risque de nuire à la crédibilité des institutions européennes et cela crée un précédent pour les nouveaux venus dans l'Union : on peut craindre que ce résultat ne fasse école auprès de certains des nouveaux arrivants, même si ceux-ci affirment qu'ils ont l'intention d'entrer le plus rapidement dans la zone euro (dès 2006-2007 dans toute la mesure du possible). De toute façon, le "non" suédois augmente la probabilité de voir se développer une Europe à au moins deux vitesses, ou comme on dit aussi à

L'EURO

géométrie variable. Cela rejoint l'idée de la création d'un « noyau dur », d'un « groupe pionnier » rassemblant des États qui décideraient d'approfondir leurs liens entre eux, notamment avec la procédure de «coopération renforcée », introduite au Sommet de Luxembourg en 1997 et de Nice en 2000, mais qui, à l'heure qu'il est, n'a toujours pas été utilisée. Mais cette éventualité n'est pas considérée par tous comme un handicap. Certains pensent en effet que le résultat du référendum suédois est salutaire : cela peut accélérer l'émergence d'une Europe continentale davantage intégrée autour des pays du centre, avec la possibilité de renouer avec l'idéal fédéraliste à ce niveau. Cette vue est confortée par la position anglaise : certes, le Premier ministre de Grande-Bretagne Tony Blair a souhaité en juin 2003 pouvoir proposer un référendum d'ici 2005 ou 2006, mais à condition que les circonstances s'y prêtent ; autant dire que le rendez-vous proposé aux électeurs est remis sine die, et il y a donc de fortes chances que le Royaume-Uni, le Danemark et la Suède restent durablement hors de la zone euro.Mais d'autres auteurs sont beaucoup moins optimistes et considèrent que tout cela amène à faire durablement la distinction entre les « in » et les « out », à se demander si l'UEM ne constitue pas en définitive une « coopération renforcée » et surtout à craindre les difficultés qu'entraînera inévitablement la différence entre UE et UEM.

Le second évènement important est le référendum en Lettonie par lequel, avec 67 % en faveur du "oui", ce pays entérine son adhésion à l'Union européenne. C'est surtout le dernier des neuf référendums d'adhésion des 10 pays dont la candidature a été retenue pour l'élargissement, Chypre ayant choisi la voie parlementaire. Les résultats sont tous positifs : 66,83 % en Estonie, 83,7 % en Hongrie, 91,07 % en Lituanie, 53,6 % à Malte, 77,45 % en Pologne, 55,21 % en République tchèque, 92,46 % en Slovaquie et 89,19 % en Slovénie. Ainsi prend forme la "grande Europe", forte de 450 millions d'habitants.

• 23 septembre 2003 -> J.-C. Trichet, ancien Gouverneur de la Banque de France, est nommé Président de la BCE en remplacement de W. Duisenberg, pour prendre ses fonctions le 1^{er} novembre.

• 4 Octobre 2003 -> Ouverture des travaux de la Conférence intergouvernementale sur le traité constitutionnel à partir des travaux de la Convention. C'est la 6^{ème} CIG.

• 8 octobre 2003 -> La Commission recommande au Conseil de constater que la France n'est pas en mesure de mettre un terme à sa situation de déficit public excessif. Il faudra attendre novembre 2006 pour que la Commission recommande au Conseil l'abrogation de cette procédure en déficits excessifs, considérant que le gouvernement français a pris les mesures nécessaires pour que soit crédible la correction du déficit public français.

• 12-15 décembre 2003 -> Échec du sommet des 25 à Bruxelles sur le projet de Constitution européenne.

• 1^{er} mai 2004, 0 heure -> entrée des 10 nouveaux membres dans l'UE : celle-ci est maintenant forte de 450 millions d'habitants. Le 13 juin suivant, a lieu l'élection de 732 députés européens (dont 78 Français).

• 18 juin 2004 -> Fin des travaux de la 6^{ème} CIG et accord historique des dirigeants des 25 pays de l'UE sur le projet de Constitution européenne. Mais pour que le traité constitutionnel entre en vigueur, encore faut-il qu'il soit ratifié par tous les États (soit par les Parlements, soit par référendum).

• 27 juin 2004 -> Parmi les 10 nouveaux membres de l'UE, trois pays de l'Est, la Lituanie, l'Estonie et la Slovénie, intègrent le mécanisme de change MCE II qui relie leur devise à l'euro. Pour adopter la monnaie unique européenne, ils doivent stabiliser pendant au moins deux ans leur devise par rapport à l'euro, avec un cours pivot et une marge de fluctuation maximale de plus ou moins 15%. Cinq autres pays (Chypre, Lettonie, Slovaquie, Malte et Hongrie) expriment de leur côté leur désir de rejoindre ce mécanisme de change soit fin 2004 soit au cours de 2005.

• 10 septembre 2004 -> L'Eurogroupe (groupe informel des ministres de l'économie et des finances) se déclare favorable aux propositions faites au début du mois par la Commission concernant la réforme de l'application du PSC.

L'Eurogroupe élit aussi à sa tête Jean-Claude Juncker, Premier ministre du Luxembourg, pour un mandat de 2 ans renouvelable contre 6 mois auparavant (peut-on s'étonner de la nomination à la tête de l'instance rassemblant les ministres de l'économie et des finances de la zone euro du Premier ministre d'un pays qui est réputé être un paradis fiscal ?). Ce changement laisse penser à certains que le président de l'Eurogroupe va partager avec la BCE la responsabilité en matière de change et

L'EURO

travailler à une meilleure coordination des politiques économiques ainsi que des procédures budgétaires nationales ; et par conséquent que l'Eurogroupe devient progressivement le gouvernement économique de la zone euro, pour donner enfin un contenu au « E » de l'U.E.M. Il n'empêche que le projet de traité constitutionnel maintient, avec l'article 1 du protocole n°12, le statut informel de l'Eurogroupe, et il n'est pas sûr que l'eurogroupe devienne, lors d'une refonte éventuelle du traité, une instance officielle en mesure de piloter le policy mix de la zone euro.

• 29 octobre 2004 : Les 25 pays membres de l'UE signent à Rome le traité constitutionnel, adopté le 18 juin, et qui, pour entrer en vigueur, doit être ratifié dans tous les pays par un vote du Parlement ou par voie de référendum.

• Novembre 2004 -> Malgré la réélection de G.W. Bush à la Présidence des États-Unis quelques jours auparavant, le dollar connaît un accès de faiblesse. L'euro bat son précédent record historique (du 18 février 2004 à 1,2930 \$) en s'approchant d'abord de 1,30 \$: 1,2964 \$ le 5, 1,2987 le 8, et en dépassant ensuite ce seuil psychologique à partir du 10. Malgré l'élévation de son principal taux directeur par la Fed à 2%, ce qui fait que les principaux taux directeurs de la Fed et de la BCE deviennent égaux, l'euro vaut 1,3005 \$ le 10, 1,3047 le 17, 1,3074 le 18. La réunion du G20 à Berlin les 20 et 21 novembre laisse entier le désaccord entre l'Europe et les Etats-Unis. D'ailleurs, l'euro continue dès les jours qui suivent son ascension : 1,3106 \$ le 23, 1,3178 le 24, 1,3335 le 30, En la fin de ce mois de novembre, le dollar décroche d'ailleurs non seulement par rapport à l'euro mais aussi par rapport au yen, à la Livre et au Franc suisse : cela prouve que c'est plus le dollar qui baisse que ce n'est l'euro qui monte.

Note sur le G20 : créé en 1999, le G20 réunit les 19 plus importantes économies (Afrique du Sud, Allemagne, Arabie Saoudite, Argentine, Australie, Brésil, Canada, Chine, Corée du Sud, Etats-Unis, France, Indonésie, Italie, Japon, Mexique, Royaume-Uni, Russie, Turquie) auxquelles s'ajoute l'UE en tant que telle. Le poids du G20 peut être résumé par les indicateurs-clés suivants : 3/4 du PIB mondial, 2/3 de la population mondiale, 3/4 des exportations et des importations mondiales, hôte des 80% des IDE.

• 6 Décembre 2004 -> Les trois institutions de la zone euro présentent un front uni pour demander aux Etats-Unis et aux autres grandes économies mondiales d'agir pour enrayer la hausse du dollar. L'Eurogroupe, la Banque centrale européenne et la Commission européenne déclarent « suivre de près la situation » et estiment que "tous les grands pays et zones économiques doivent jouer plus activement leur rôle dans la réduction des déséquilibres globaux en mettant en place les politiques économiques appropriées".

• Noël 2004 -> Le 23 décembre, l'euro franchit pour la première fois le palier psychologique des 1,35\$ puisqu'il cote en milieu d'après-midi 1,3507. Au cours de la matinée du 24, l'euro atteint même 1,3535\$. La défiance des investisseurs internationaux vis-à-vis du billet vert se confirme donc. Certes, l'économie américaine va objectivement mieux que celle de l'Union européenne : selon Stephen Roach, l'économiste en chef de la banque Morgan Stanley, l'économie américaine, qui représente 30% de l'économie mondiale, a profité, sur la période 1995-2002, de 98% du volume de la croissance mondiale accumulée. Mais il suffit, pour que la devise américaine soit contestée, que soient publiés quelques indicateurs américains comme le ralentissement des commandes de biens durables, une progression moins rapide de la consommation des ménages, une certaine dégradation de la situation de l'emploi, et surtout une aggravation du déficit courant qui a progressé de 25% en 2004 par rapport à 2003... pour représenter près de 6% du PNB.

Le 28, le taux de change euro/dollar commence à dépasser 1,36 (record historique à 1,3666\$ le 30).

• Janvier 2005 -> Dès la première semaine, le dollar efface l'intégralité de ses pertes qu'il enregistre face à l'euro depuis le 24 novembre 2004 puisque la monnaie européenne passe sous le seuil de 1,31\$, sans doute à cause des anticipations d'une hausse des taux directeurs américains.

• Février 2005 -> Lors de sa réunion des 5 et 6 février à Londres, le G7 réaffirme qu' « une volatilité excessive et des mouvements désordonnés des taux de change sont indésirables pour la croissance économique » et le représentant des Etats-Unis que son pays s'engage à améliorer sa situation budgétaire. Le marché des changes réagit immédiatement en faveur du dollar : l'euro passe « tombe » à 1,2732 le 7 février. Mais quand quelques jours plus tard le déficit courant des Etats-Unis de 2004 est annoncé en augmentation de plus de 24% par rapport à l'année précédente, l'euro

L'EURO

remonte le 11 février à 1,2864\$... Comme le titre Le Monde du 13-14 février, les monnaies sont incontestablement sous influence américaine.

• 10 mars 2005 -> Arrêt de la Cour de Justice qui précise que la préférence communautaire est un principe qui a une valeur politique mais pas une valeur juridique : elle ne peut donc pas être invoquée pour s'opposer à la liberté des échanges.

• 14 mars 2005 -> L'euro atteint son plus haut niveau depuis le tout début janvier avec un taux par rapport au dollar de 1,3441.

• 22 et 23 mars 2005 -> Le Sommet de Bruxelles révise les modalités de mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance après trois ans de critiques et de contestations et décide de relancer la stratégie de Lisbonne : « cinq ans après le lancement de la stratégie de Lisbonne, le bilan est mitigé. À côté de progrès indéniables, il y a des lacunes et des retards évidents. Or, face aux défis à relever, le prix à payer en cas de réformes retardées ou incomplètes est élevé, comme en témoigne le fossé entre le potentiel de croissance de l'Europe et celui de ses partenaires économiques. Il est donc urgent d'agir ». Mais il faut admettre que dans une Europe à croissance molle, la stratégie de Lisbonne est difficile à mettre en œuvre. En effet, la faible croissance crée des insécurités économiques et sociales, ce qui pousse les agents privés à la frilosité en général et à l'épargne de précaution en particulier, ce qui est défavorable à la croissance ; d'où un cercle vicieux. Il faudrait donc que les gouvernements européens soient cohérents avec leurs déclarations et mobilisent effectivement des moyens à la hauteur des ambitions affichées ; mais les tactiques actuelles de compétitions sociale et fiscale vont à contresens des comportements coopératifs nécessaires.

• 25 avril 2005 -> La Roumanie et la Bulgarie signent le traité d'adhésion à l'Union Européenne. Ils rejoindront l'UE le 1^{er} janvier 2007, s'ils répondent aux conditions demandées par les 25.

• 27 avril 2005 -> Le Premier ministre britannique Tony Blair déclare qu'il est fort improbable que son pays opte prochainement pour la zone euro.

• Dimanche 29 mai 2005 -> Les Français votent « non » au référendum sur le traité constitutionnel européen par 54,87% des voix contre 45,13% pour le « oui » (participation de 69,74%). Le mardi qui suit, l'euro passe sous le seuil de 1,23 \$.

• Mercredi 1^{er} juin 2005 -> Les Néerlandais rejettent le traité constitutionnel européen à 61,6% (participation de 62,8%). L'euro atteint 1,2160 \$, son plus bas niveau depuis huit mois, dans la nuit de mercredi à jeudi.

• Été 2005 -> L'euro « navigue » autour de 1,20\$. Le prix du baril (159 litres) flambe pour aller jusqu'à s'approcher de 70\$. Certains parlent de choc pétrolier ; d'autres envisagent une poursuite inexorable du prix du pétrole et évoquent même des valeurs comme 100, 200, voire 300 dollars !

• Septembre 2005 -> L'EPC fournit les Règlements concernant les virements et les prélèvements, ce qui constitue une étape importante dans la réalisation du projet SEPA.

• 24 octobre 2005 -> Le Président des États-Unis G. W. Bush désigne Ben Bernanke pour assurer la présidence de la Fed à partir du 31 janvier 2006, et succéder ainsi à Alan Greenspan qui aura été à la tête de la Banque centrale américaine pendant 18 ans.

Diplômé de l'université de Harvard et du Massachussets Institute of Technology (MIT), professeur d'économie d'abord à l'université de Stanford puis à celle de Princeton, âgé de 51 ans, Ben Bernanke a siégé au conseil de la politique monétaire de la Fed de août 2002 à avril 2005. En avril, George Bush l'avait choisi pour présider le Council of Economic Advisors, l'équipe des conseillers économiques de la Maison-Blanche, chargée de l'aider à élaborer sa politique économique. Ben Bernanke devra être confirmé par le Sénat avant de prendre ses fonctions.

• Novembre 2005 > L'euro baisse au point d'atteindre son plus bas niveau depuis 2 ans, à 1,1715 dollar le 8 et même 1,1670 le 10 (voir le PS 3 à la fin du document).

• 1^{er} décembre 2005 -> La BCE élève ses taux directeurs : le Refi est à 2,25%.

• 5 décembre 2005 -> Publication par la Commission européenne d'un livre blanc sur la Politique des Services Financiers, dans le cadre du suivi de l'intégration financière définie lors du sommet de Lisbonne de 2000.

• 2 mars 2006 -> La BCE continue à éléver ses taux directeurs d'un quart de point : le Refi est donc à 2,50%.

L'EURO

• 22 avril 2006 -> Réunion à Washington du G7 qui appelle la Chine et les autres pays émergents d'Asie à davantage de flexibilité monétaire. Si donc les monnaies de ces pays s'apprécient, le dollar doit s'en trouver affaibli et l'euro renforcé. D'ailleurs, la monnaie européenne enregistre le 25 son plus haut depuis 7 mois et demi à 1,2420 dollar puis monte à 1,2549\$ lors de la séance du 27, et même à 1,2745 lors de celle du 5 mai après un rapport américain sur l'emploi qui révèle un nombre de créations d'emplois bien inférieur à ce que prévoyaient les analystes.

• 16 juin 2006 -> Suite à l'avis donné le 16 mai par la Commission européenne, le Conseil européen réuni à Bruxelles donne son accord pour que la Slovénie entre dans la zone euro le 1/1/2007. Il faut dire que la Slovénie est le pays le plus vertueux de l'UE et qu'elle respecte les critères de Maastricht beaucoup plus facilement que beaucoup d'autres. D'ailleurs, la Lituanie, parce qu'elle ne satisfait pas en particulier le critère d'inflation, ne pourra entrer que plus tard. C'est a fortiori le cas de la Hongrie qui, accumulant actuellement des déficits budgétaires importants, devra vraisemblablement attendre au moins 2011. On constate aussi de manière générale que l'euroscepticisme ambiant n'incite pas les nouveaux entrants à demander leur entrée rapide dans la zone euro.

• 14 juillet 2006 -> La Banque centrale du Japon (BoJ) met fin à plus de 5 années de politique de taux zéro en élevant son taux de référence à 0,25%.

• 7 décembre 2006 -> La BCE relève pour la 6^{ème} fois de l'année ses taux directeurs, et son taux principal de refinancement atteint 3,5%, ce qui est le record historique depuis la création de la zone euro.

• 1^{er} janvier 2007 ->

Entrée dans l'UE de la Bulgarie et de la Roumanie. **L'UE compte donc désormais 27 membres.** Entrée dans la zone euro de la Slovénie (avec un taux de 1 euro pour 239,64 tolar) : la zone euro compte donc désormais 13 membres, sans compter le Danemark, mais qui, bien qu'il ne fasse pas partie officiellement de la zone, adopte la même politique monétaire que celle de la BCE.

• 17 mars 2007 -> à Lille, première réunion des Etats généraux de l'Europe, à l'initiative d'EuropaNova, à laquelle se sont joints Notre Europe et le Mouvement Européen-France. Ces Etats généraux de l'Europe veulent être le « rendez-vous de la société civile européenne, un espace d'échange, de dialogue et de propositions entre les différentes générations de citoyens de l'Union et les décideurs politiques européens et nationaux ».

• 27 avril 2007 -> le mois d'avril 2007 est marqué par une hausse forte et régulière de l'euro, non seulement par rapport au dollar mais aussi par rapport aux autres monnaies, comme le yen et le franc suisse. Le 27 avril, la monnaie unique pulvérise ses records historiques à la fois contre le dollar (de fin décembre 2004) et contre le yen (depuis sa création). En effet, il atteint 1,3682\$ et 163,31 yen.

• 16 mai 2007 -> après avoir vérifié qu'ils remplissent les conditions, et malgré les réserves émises par la BCE concernant l'état de leurs finances publiques, la Commission européenne donne son accord pour que Chypre et Malte rejoignent la zone euro dès 2008. La décision finale sera prise lors du Conseil européen des 21 et 22 juin. La zone euro devrait donc compter 15 membres à partir du 1^{er} janvier 2008.

§6 DEPUIS MI-2007 : LA CRISE DES SUBPRIMES ET LES DOUTES SUR LA ZONE EURO.

• 22 juin 2007 -> Bear Stearns annonce la fermeture de deux de ses hedge funds. C'est vraiment le début de la crise que l'on appellera la crise des subprimes.

• Juillet et août 2007 -> après une phase d'accalmie, l'euro repart à la hausse en ce début juillet 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 1,3812 le vendredi 13, 1,3833 le mercredi 18, 1,3843 le vendredi 20, 1,3845 le lundi 23, 1,3852 le mardi 24.

Mais, en fin de mois, l'effondrement du crédit immobilier américain (essentiellement dans les États de Californie, de Floride et du Texas) déclenche une **crise financière** que les banques centrales tentent de contenir en injectant beaucoup de liquidités, ce que fait en particulier la BCE le 9 août. La perte de confiance accroît l'aversion au risque, d'où une remontée du dollar, toujours considéré comme une monnaie refuge : l'euro recule donc, notamment à 1,3483\$ le mercredi 15 août, son plus bas niveau depuis fin juin.

L'EURO

• Septembre 2007 -> La crise financière commencée en août dans le secteur du crédit immobilier se prolonge et donne des signes d'aggravation et d'extension. L'économie américaine s'en ressent de plus en plus : sa croissance et l'emploi en sont compromis. Le dollar connaît donc de grandes difficultés, ce qui amène l'euro à battre son record historique le mercredi 12 en atteignant 1,3914\$. Le même jour, le baril de pétrole (light sweet crude) bat à New York son record historique depuis sa cotation en dépassant la barre des 80\$, à 80,18.

Le jeudi 13, l'euro bat son record de la veille en allant jusqu'à 1,3927\$.

Le mardi 18 septembre, la Fed décide de baisser ses taux directeurs, et significativement puisque son principal taux directeur passe de 5,25% à 4,75%. Cette baisse, la première depuis juin 2003, clôt une phase de 17 hausses successives. Cette décision entraîne aussitôt une flambée à la fois de l'euro et du prix du baril de pétrole : l'euro enregistre en effet à nouveau un nouveau record à 1,3988\$ et le baril est monté jusqu'à 82,38\$ lors des échanges électroniques, ce qui constitue là aussi un nouveau record historique.

Le mercredi 19 septembre, le prix du baril atteint 82,51\$.

Le jeudi 20 septembre, l'euro dépasse pour la première fois le seuil des 1,40 et frôle même 1,41 en atteignant 1,4098\$. Le baril de pétrole bat lui aussi son précédent record historique à 83,71\$. L'or atteint de son côté 738,6\$ l'once, qui est son cours le plus élevé depuis 27 ans : le métal jaune garde à n'en point douter son rôle de valeur refuge.

Le vendredi 21 septembre, l'euro franchit la barre des 1,41\$ puisqu'il touche le pic de 1,4120\$, et le baril passe à 84,10\$ lors des transactions électroniques.

Les jours suivants, le dollar continue à s'effriter : par exemple, l'euro monte le lundi 24 à 1,4130\$ et le mercredi 26 à 1,4162\$ (ce même jour, l'euro atteint son plus haut niveau par rapport à la livre sterling depuis janvier 2005 en cotant 70,23 pence). Le jeudi 27, l'euro se rapproche du seuil des 1,42\$ en cotant 1,4189 et le dépasse le vendredi 28 à 1,4278 (ce même jour, le baril de pétrole brut américain bat son précédent record à 83,5\$ et le brent de la Mer du Nord franchit pour la première fois la barre des 81\$).

• Début octobre 2007 -> Le taux de change de la monnaie unique se maintient à des niveaux élevés. L'euro bat même son record par rapport au Franc suisse : il cote en effet 1,6927 le 10/10.

Le baril de pétrole brut léger américain (le contrat novembre pour le "light sweet crude") reste lui aussi à des prix élevés, au point de battre à plusieurs reprises ses précédents records et de passer la barre des 89\$!

Certains experts estiment que le seuil psychologique des 100\$ pourrait être atteint à cause de la conjonction de plusieurs facteurs : une offre contractée (avec en particulier une diminution des réserves pétrolières américaines), une demande toujours forte malgré la décelération de la croissance aux États-Unis, la faiblesse du dollar, une baisse des stocks à l'approche d'un hiver que l'on annonce rigoureux, la question iranienne et des tensions politiques entre la Turquie et l'Irak.

Par ailleurs, la crise continue à malmener le système bancaire : Citigroup annonce une chute de 57% de son bénéfice au troisième trimestre.

• Octobre et novembre 2007 ->

- Le 18 octobre, les records précédents sont battus et deux seuils importants sont franchis : l'euro passe la barre des 1,43 en cotant 1,4320\$ et le prix du « light sweet crude » passe celle des 90\$ en cotant 90,02\$ sur le Nymex (New York Mercantile Exchange).

Par la suite, ces records sont eux-mêmes pulvérisés :

Le « light sweet crude » cote même 92,22\$ le 26/10 et 93,19\$ le 29/10 pour dépasser la barre des 96\$ le 1/11 à 96,24, celle des 97\$ le 6/11 à 97,07, celle des 98\$ le 7/11 à 98,62 lors des échanges électroniques et celle des 99\$ le 21/11 à 99,29.

L'euro continuera lui aussi à grimper tout au long du mois, non seulement par rapport au dollar (il est à 1,4348\$ le 22/10, 1,4393 le 26/10, 1,4438 le 29/10, 1,4441 le 30/10 par exemple), mais aussi par rapport au yuan chinois (+5% depuis 2005) et par rapport au yen japonais (+ 29% depuis mi-2005). L'euro franchit même la barre des 1,45\$ en cotant 1,4504 le 31/10 puis 1,4528 le 2/11, 1,4570 le 6/11 (et l'once d'or dépasse 800\$, record depuis 1980) : il faut dire que la Fed vient de baisser à nouveau ses taux directeurs, ce qui réduit encore davantage l'écart de rémunération avec l'euro. L'euro cote même 1,4731\$ le 7 novembre, 14752 le 9, 1,4814 le 20, 1,4875 le 22, 1,4967 le 23.

L'EURO

Dans sa chronique du 21/10/2007, dans le journal *Le Monde*, Eric Le Boucher conclut qu'il faut que l'on apprenne désormais à vivre avec un pétrole cher (« un baril à 100, 150 dollars ? Plus encore ? Pas impossible ») et avec un dollar faible (« un euro à 1,50, 1,60 dollar ? Plus encore ? Pas impossible »). Il n'empêche que la croissance mondiale ne peut que s'en ressentir négativement : pour l'Europe, le pétrole lui coûte certes relativement moins cher que si l'euro était moins haut mais la compétitivité de ses produits est de plus en plus affectée ; pour les États-Unis, la cherté du pétrole se rajoute à la crise de l'immobilier ; et pour les pays émergents comme la Chine, grands consommateurs d'énergie, la situation commence à être préoccupante.

- Lors d'un sommet informel, les dirigeants des 27 pays de l'UE approuvent au petit matin du 19/10 le nouveau traité institutionnel, après deux années de négociations : le but est d'effacer l'échec du projet de traité constitutionnel et de sortir des difficultés de fonctionnement de l'UE contenues dans le Traité de Nice. Ce nouveau traité est parfois appelé « traité simplifié » parce qu'il doit remplacer feu le projet de constitution européenne en en éliminant ce qui n'était pas admis par ses détracteurs (en particulier le qualificatif de constitutionnel et les trois symboles de l'Union : le drapeau, l'hymne et la devise). On lui préfère cependant le nom de « traité modifiant » pour insister sur le fait qu'il ne se substitue pas aux traités existants comme l'aurait fait le traité constitutionnel mais qu'il les amende. Il sera signé à Lisbonne le 13 décembre, pour ensuite être ratifié par tous les pays, et entrer en vigueur le 1^{er} janvier 2009.
- Le 28 novembre, le fonds souverain d'Abu Dhabi injecte 7,5 milliards de dollars dans Citigroup et acquiert ainsi 4,9% du capital de cette banque américaine.
 - 12 décembre 2007 -> une vaste opération sur les marchés du crédit est menée de manière concertée par la Fed, la BCE, la BoE, la Banque nationale suisse et la Banque du Canada. Ces Banques centrales annoncent toute une série de mesures techniques destinées à offrir des liquidités au monde bancaire.

• 13 décembre 2007 -> Conformément à ce qui avait été prévu le 19 octobre, signature à Lisbonne du traité « réformateur », ou traité simplifié. Ce traité, appelé aussi **traité de Lisbonne**, contient essentiellement sept nouveautés :

premièrement, l'élection d'un Président du Conseil européen pour deux ans et demi renouvelable une fois (d'où la notion de « président stable »),

deuxièmement, la création d'un haut représentant de l'UE pour les affaires étrangères et la politique de sécurité,

troisièmement, l'élection du Président de la Commission européenne par le Parlement, sur proposition du Conseil,

quatrièmement, l'extension au sein du Conseil du vote à la double majorité (55% des États-membres représentant 65% de la population),

cinquièmement, le Parlement devient avec le Conseil des ministres le législateur principal,

sixièmement, les Parlements nationaux ont un droit de regard plus important sur l'élaboration des textes européens,

et septièmement, la procédure de « coopération renforcée » introduite par le traité d'Amsterdam est relancée pour permettre à neuf pays au moins de constituer une « avant-garde » dans tel ou tel domaine.

Au traité de Lisbonne proprement dit est adjoint un certain nombre de protocoles à annexer au traité sur l'UE. L'un d'entre eux concerne l'Eurogroupe, c'est-à-dire la réunion des ministres de l'économie et des finances de la zone euro. C'est la première fois qu'un traité européen reconnaît l'existence de l'Eurogroupe. Cependant, il y est précisé que ses réunions sont informelles...

À ces cinq nouveautés introduites par le Traité de Lisbonne, J.-L. Bourlanges, dans une chronique du périodique « *L'Expansion* » de décembre 2009, c'est-à-dire au moment de la mise en œuvre effective de ce traité, répond par cinq critiques fortes : « Rien n'est plus déprimant que de démonter le formidable appareil d'ingénierie diplomatique, de manipulation calendaire, de complications procédurales, de complaisance démagogique et de rhétorique mensongère par lequel on a substitué à un héritage communautaire respectable mais dérangeant un monstre politico-médiatique informe et sans ressort. Cinq procédés ont assuré les détricotage : élargir avant de réformer, entendez élargir pour ne pas réformer ; sacrifier l'acquis communautaire comme seul critère sérieux d'adhésion afin de priver l'entreprise de toute finalité politique partagée ; fausser les transferts de compétences en redonnant par la procédure aux États les pouvoirs prétendument transférés ; diluer, renationaliser et

L'EURO

déséquilibrer la Commission en vue d'ôter toute légitimité politique à ce qui devait être le foyer de cohérence de l'Union ; éclater enfin l'exécutif entre quatre présidences concurrentes, au nom d'un impératif claironné de simplification ! ».

• 18 décembre 2007 -> Pour la 2^{ème} fois depuis le déclenchement de la crise (et pour la 2^{ème} fois aussi de son existence), la BCE offre aux banques en difficulté les liquidités dont elles ont cruellement besoin, au taux fixe de 4,21% (alors que le taux de marché est de 4,9%), pour un montant illimité et pour une durée exceptionnelle de deux semaines.

Il est d'ailleurs remarquable de constater que, depuis le déclenchement de la crise au milieu de l'été 2007 et tout au long du 2^{ème} semestre, la différence s'est accrue entre le taux interbancaire à 3 mois et le taux directeur de la Banque centrale, que ce soit de ce côté-ci ou de l'autre côté de l'Atlantique.

• 19 décembre 2007 -> Le fonds souverain chinois se porte au secours de Morgan Stanley, mise en difficulté par la crise des subprimes.

Cette information marque en réalité un tournant considérable dans le fonctionnement de la globalisation financière et de l'économie mondiale. En effet, les réserves de change chinoises, surabondantes, étaient placées jusqu'alors, pour l'essentiel, en bons du Trésor américain, ce qui permettait d'ailleurs de financer les déficits de l'économie américaine et les consommateurs américains. Désormais, plusieurs fonds souverains placent leurs réserves dans les banques et dans les entreprises qui sont les plus beaux fleurons du capitalisme occidental : cela annonce des transformations profondes de la géographie du capitalisme mondial.

• 21 décembre 2007 -> L'espace Schengen s'ouvre à 8 des pays de l'ancien bloc communiste ainsi qu'à Malte : il a désormais une superficie de 3,6 millions de km² et concerne 400 millions d'habitants.

• JANVIER 2008 ->

Le 1^{er} janvier, entrée dans la zone euro de Chypre (partie grecque) et de Malte. La zone euro rassemble ainsi près de 320 millions d'habitants sur les presque 500 que compte l'UE.

2 janvier 2008 -> Deux records significatifs de la situation économique et financière internationale sont battus : l'once d'or bat son record de 1980 en atteignant 859,20\$ sur le London Bullion Market et le baril de brut léger dépasse de son côté à New York le pic qu'il avait atteint également en 1980 en dépassant la barre des 100\$.

11 janvier 2008 -> L'once d'or passe la barre des 900 \$ sur le New York Mercantile Exchange : la « ruée vers l'or » se poursuit donc, ce qui signifie que le métal précieux joue toujours son rôle de valeur refuge dès que les nuages assombissent dangereusement les perspectives économiques et financières. IL faut néanmoins noter qu'il faudrait, en dollars constants, que l'once d'or atteigne 2100 \$ pour que le record du 21 janvier 1980 soit battu...

Mi-janvier 2008 -> Toutes les Bourses chutent gravement, ce qui donne raison à ceux qui anticipent la transmission de la crise des subprimes à l'économie réelle, tout en continuant d'affaiblir le système bancaire (la banque d'investissement américaine Merrill Lynch annonce une perte de 9,8 milliards de dollars au 4^{ème} trimestre) : le Président Bush annonce un plan de relance de 150 milliards de dollars.

21 janvier 2008 -> Les Bourses « plongent » encore plus gravement. C'est un véritable « krach » boursier, qui affecte tout particulièrement les valeurs bancaires et financières.

22 janvier 2008 -> À l'approfondissement de la crise, la Fed répond en urgence par une baisse drastique de ses taux directeurs (trois quarts de point) et par des injections massives de liquidités.

30 janvier 2008 -> Considérant comme considérables les tensions qui persistent sur les marchés financiers et comme importants les risques qui pèsent sur la croissance, la Fed baisse à nouveau son principal taux directeur, d'un demi-point, à 3%. Comme il y a un point d'écart entre ce taux de la Fed et celui de la BCE, la conséquence immédiate est une forte progression du taux de change de l'euro par rapport au dollar, au point de s'approcher de son record historique du 23 novembre 2007 (1,4914 contre 1,4967).

• 1^{ère} quinzaine de février 2008 -> Le 7, l'Assemblée nationale et le Sénat français adoptent la loi « autorisant la ratification du traité de Lisbonne modifiant le traité sur l'Union européenne, le traité instituant la Communauté européenne et certains actes connexes ». Le 13, cette loi est promulguée par le Président de la République et elle est publiée au Journal officiel en date du 14.

• 2^{ème} quinzaine de février 2008 : Le prix du baril de pétrole bat son record historique en cotant à la Bourse de New York 100,10\$ le 19 et 100,40\$ le 20. Le 21, lors des échanges électroniques en Asie, le baril de « light sweet crude » cote 101,32\$.

L'EURO

À la fin du mois, les records pleuvent : pour la première fois, l'euro dépasse 1,50\$ le mardi 26, 1,51 le mercredi 27 (à 1,5144), 1,52 les jours suivants (à 1,5229 le jeudi et 1,5239 le vendredi), et le prix du baril est au-delà des 103\$ à New York. L'or, quant à lui, atteint 967,70\$ l'once à Londres et continuera à monter par la suite.

La banque britannique Northern Rock connaît de telles difficultés qu'elle est nationalisée : le contribuable est ainsi directement sollicité pour sauver une banque. Le cas de cette banque est exemplaire. En effet, les institutions financières ont pour fonction de se procurer des ressources à court terme pour les transformer en prêts à plus long terme, elles empruntent à très court terme sur les marchés de gros. Cette fonction de transformation est très profitable quand les marchés sont liquides et que les taux sont bas. Mais elle devient très risquée quand les conditions de refinancement se détériorent.

• Mars 2008 -> La crise financière dite des subprimes s'aggrave car elle s'élargit et elle s'approfondit. *Le fait qu'elle s'élargisse à d'autres pays et à d'autres acteurs, en particulier les fonds d'investissement, la rend potentiellement bien plus grave que celle de la fin des années 1980 qui était circonscrite aux seules caisses d'épargne.*

Les records tombent les uns après les autres et d'un jour à l'autre. Le prix du baril de pétrole frôle 112\$, celui de l'once d'or franchit le seuil des 1000\$ et l'euro dépasse 159\$ (1,5905 le 17, nouveau record historique) ! C'est également au début de ce mois, et pour la première fois, que le Président de la BCE exprime des inquiétudes quant au niveau de l'euro en rappelant aux responsables américains leur engagement en faveur d'un dollar fort et en trouvant les fluctuations actuelles des monnaies excessives et brutales. En même temps, les membres de l'Eurogroupe se disent « préoccupés par les mouvements des taux de change » et le Conseil européen qui s'est tenu à Bruxelles (les 13 et 14) estime que « la volatilité excessive et les fluctuations désordonnées des taux de change nuisent à la croissance économique ». C'est aussi en ce début de mars que le Président des États-Unis exprime pour la première fois très nettement son inquiétude face à la faiblesse du dollar. *Il est temps parce que l'évolution du dollar tient maintenant davantage du « dévissage » que de l'atterrissement en douceur. Le choc pétrolier actuel s'explique d'ailleurs par la volonté des pays producteurs de préserver leur pouvoir d'achat en augmentant leurs prix à la mesure de la baisse du dollar. Ce souci, de la part des pays producteurs, de défendre leur rente s'ajoute aux autres facteurs explicatifs du choc pétrolier, à savoir l'inélasticité de l'offre et le développement des comportements spéculatifs : les investisseurs financiers se tournent en effet d'autant plus vers les ressources énergétiques et les matières premières que les autres actifs spéculatifs (immobilier et actifs financiers) offrent des rendements maintenant moins élevés. D'ailleurs, même en période moins tendue les matières premières énergétiques ont offert des rendements similaires à ceux des actions.*

Face à l'aggravation de la crise bancaire (la 5^{ème} banque d'affaires des États-Unis – Bear Stearns – risque la cessation de paiement) et à sa diffusion à des fonds d'investissement de plus en plus nombreux et importants (quasi-faillite du fonds CCC créé par Carlyle), les mesures d'urgence se multiplient d'un jour à l'autre.

- La Fed, la BCE, la BoE, la BNS, la BoE et la Banque du Canada s'allient (le 11) pour intervenir massivement sur les marchés de manière à restaurer la confiance dans toute la mesure du possible. Et la Fed et la BCE interviennent à nouveau massivement en fin de mois. *À propos des interventions de la Fed et de la BCE sur leur marché monétaire, P.-A. Delhommais et E. Leser (Supplément « Argent » du journal Le Monde du 30-31 mars 2008) considèrent que « leur philosophie monétaire de long terme se transforme en stratégie de pure improvisation décidée au jour le jour dans la panique ».*
- La Fed met au point une nouvelle procédure pour accorder exceptionnellement des prêts importants à une vingtaine de gros établissements financiers, de façon à ce qu'ils puissent eux-mêmes prêter plus facilement et avec davantage de confiance. Cette nouvelle facilité de financement, la « Primary Dealers Credit Facility » –PDCF- est la quatrième depuis décembre (après la « Term Auction Facility –TAF-, la Term Repo Facility –TRPF-, la « Term Securities Lending Facility » -TSLF-).
- Les banques centrales, notamment la BCE et la BoE, utilisent la procédure de réglage fin pour apporter, en fonction des besoins, des suppléments de liquidités à leur marché monétaire.
- Le gouvernement américain présente une réforme de la réglementation mise en vigueur en 2002 après le scandale Enron avec la loi Sarbanes-Oxley pour la durcir vis-à-vis des courtiers de crédits immobiliers, des banques, des agences de notation et des fonds.

L'EURO

- La Fed baisse son taux d'escompte d'un quart de point, de toute urgence, sans attendre sa prochaine réunion. Et lors de la réunion de son FOMC (Federal Open Market Committee), elle réduit son taux directeur de trois quarts de points (à 2,25%) et baisse à nouveau son taux d'escompte (à 2,5%).
- Pour faire face aux énormes difficultés financières rencontrées par la banque Bear Stearns, à la brutale aggravation de la situation de sa liquidité, et donc au risque de banqueroute pour la banque et à celui d'effondrement de tout le système bancaire comme un château de cartes, la Fed intervient dans l'urgence (le 14). Pour cela, en accord avec la Présidence, le département du Trésor et la SEC, la Fed utilise une procédure de sauvetage qu'elle n'a pas utilisée depuis 1932 : elle octroie à Bear Stearns un prêt exceptionnel pour que celle-ci puisse financer en priorité ses actifs les moins liquides, et donc les plus difficiles à vendre. Cet apport de fonds est réalisé par l'intermédiaire de la JPMorgan Chase mais c'est la Fed qui supporte totalement le risque d'insolvabilité. Seulement, la situation est tellement grave que la Fed et le gouvernement américain appuient une opération d'achat (le 16) de Bear Stearns par la banque JPMorgan Chase... pour une somme modique. *Quelques jours après ces interventions particulièrement fortes des pouvoirs publics, Martin Wolf, célèbre éditorialiste au Financial Times, écrira : « rappellez-vous le 14 mars 2008, c'est le jour où le capitalisme libéral mondial est mort ».*
- À la fin du mois, la gestion de la crise des subprimes révèle de plus en plus l'insuffisance de la réglementation existante pour y remédier. Selon Henri Paulson, le Secrétaire d'État au Trésor de l'Administration Bush, ancien dirigeant de la banque d'affaires Goldman Sachs, «notre structure de réglementation actuelle n'a pas été construite pour faire face au système financier moderne avec ses acteurs divers, son innovation, la complexité de ses instruments financiers, son intégration mondiale ». Il propose que soient donnés beaucoup de moyens à la Fed pour préserver la stabilité des marchés et pour surveiller tout le système financier en contrôlant les risques pris par l'ensemble des acteurs financiers, non seulement les banques de détail mais aussi tous ceux qui pour l'instant ne sont pas contrôlés : les courtiers de crédits, les banques d'investissement, les agences de notation, les entreprises d'assurances et les hedge funds (qui sont selon D. Lebègue le trou noir du système financier international). Il propose aussi que soit créée une agence spécialisée dans la surveillance des prêts immobiliers et que fusionnent l'autorité de régulation des marchés financiers (la SEC) avec celle des marchés des matières premières (la Commodity Futures Trading Commission). Il y a peu de chances que ces propositions soient mises en œuvre rapidement, étant donné le contexte politique américain ; mais elles constituent malgré tout une avancée importante pour une réforme qui est à faire.
- De leur côté, les Européens estiment eux aussi qu'il est nécessaire d'améliorer la gestion des crises financières. Seulement, chaque pays est jaloux de ses prérogatives et le mémorandum signé le 4 avril en Slovénie par les ministres de l'économie et des finances ne prévoit qu'une simple coopération volontaire entre les superviseurs, les banques centrales et les ministères des finances nationaux lorsqu'il y a risque de faillite pour un grand établissement financier européen.

En définitive, ce mois de mars 2008 révèle un double renversement. D'une part, la sphère financière s'effondre et la sphère réelle résiste encore alors qu'il y a encore quelques mois la finance dominait l'économie réelle. Et d'autre part les États-Unis s'enfoncent dans la crise et l'Europe se maintient alors qu'auparavant l'économie européenne était à la traîne.

Mais pour combien de temps ? Les gouvernements devront-ils eux aussi intervenir pour compléter l'action des banques centrales et autres autorités de régulation ? Autrement dit, la crise imposera-t-elle de solliciter les contribuables ? Par ailleurs, si la stratégie des banques centrales réussit (selon P. Artus, «en acceptant de devenir détenteur d'actions en dernier ressort, la Fed a donné le signal du retour à la confiance»), peut-on dire que c'est la fin de la crise bancaire ? Mais n'est-ce pas alors en même temps le début de la crise économique et financière lorsqu'on voit se généraliser les tendances à la baisse des niveaux d'activité, à la diminution des créations d'emplois et à la recrudescence des revendications salariales ? Ce sont les principales questions que l'on se pose en la fin de ce mois de mars.

• Avril 2008 -> Le baril de pétrole bat à New York ses précédents records en cotant 112,04\$ le 9, 113,93\$ le 15, 114,08 le 16, 115,45 le 17, 117,81 le 21 ; l'euro bat les siens en cotant 1,5913\$ le 10, 1,5984 le 17.

L'EURO

Le 22 avril, deux seuils sont franchis ce même jour : le baril dépasse 118\$ en cotant 118,05 à New York et l'euro dépasse 1,60\$ en cotant 1,6019\$! Notons qu'en fin de mois, le 28, le baril frôle les 120\$ (119,93) dans les échanges électroniques en Asie.

Le 11, le G7 se réunit à Washington : appuyés par le FMI et la Banque mondiale, les ministres de l'économie et des finances discutent des mesures à prendre pour gérer la crise financière et pour restaurer la confiance ; devant la gravité de la situation, ils lancent un ultimatum aux banques pour qu'elles fassent dans les 100 jours « toute la transparence sur les risques auxquels elles sont exposées lors de la publication de leurs comptes semestriels ». À cette occasion du G7, le Forum de stabilité financière (FSF) donne de son côté ses recommandations pour accroître la résilience des institutions et des marchés financiers : renforcer le contrôle prudentiel sur les fonds propres, la liquidité et la gestion du risque, et pour cela augmenter la responsabilité des autorités monétaires et financières face au risque et face aux établissements les moins solides, améliorer l'évaluation du risque, la transparence sur les produits de marché et l'efficacité du processus de notation. Rappelons ici que le FSF réunit (depuis 1999), outre les ministres de l'économie et des finances et des gouverneurs des banques centrales du G7, les autorités monétaires et financières, les superviseurs et les régulateurs des principales places, ainsi que diverses institutions et organisations internationales (FMI, Banques mondiale, BRI, OCDE,...).

Comme la Fed et la BCE les mois précédents, la Banque d'Angleterre se porte au secours des banques anglaises le 21 avril. Elle lance en effet un plan de sauvetage d'une ampleur historique (plus de 60 milliards d'euros) en permettant aux banques d'échanger avec elle, contre des titres d'État sans risque, des emprunts immobiliers qu'elles n'arrivent pas à céder sur le marché du crédit. Ce plan a un triple but : accroître les liquidités du système bancaire, restaurer la confiance envers les marchés financiers et inciter les banques à répercuter sur leur clientèle la récente baisse du taux directeur plutôt que de reconstituer leurs marges. Cette décision de la BoE est une preuve supplémentaire que la crise a bel et bien traversé l'Atlantique. D'ailleurs, ce mois d'avril enregistre aussi dans la plupart des pays européens une baisse à la fois de la confiance des ménages et du moral des industriels. Notons que la Banque d'Angleterre n'est pas la seule Banque centrale à accumuler, en contrepartie des liquidités fournis aux marchés, des actifs autres que des bons du Trésor, qui sont les titres les plus sûrs. Par exemple, pour la Fed, la part des bons du Trésor est passée entre juillet 2007 et avril 2008, de 87% à 53% du total des contreparties.

Par ailleurs, le 15 avril est remis par L. Cohen-Tanugi le rapport sur « l'Europe et la mondialisation », demandé conjointement par la Ministre de l'économie et des finances et par le Ministre du Travail. Ce rapport établit un bilan pour le moins mitigé de la mise en œuvre de la stratégie de Lisbonne et fait des propositions à la fois pour que la France devienne plus compétitive, pour que la Présidence française de l'Union qui doit commencer en juillet permette des avancées économiques et sociales et pour qu'il y ait après 2010 un « après-Lisbonne », un « Lisbonne Plus ».

Le 30 avril, la Fed baisse à nouveau d'un quart de point son principal taux directeur : il est donc à 2%. Suite aux déclarations que ses responsables ont faites, les experts pensent que la longue phase de baisse du taux directeur se termine (sept baisses successives depuis l'été 2007). Et cela pour deux raisons au moins. D'une part, parce que la Fed considère vraisemblablement que la crise est quasiment terminée dans sa dimension strictement financière (le risque de crise systémique qui se manifestera en juillet infirme cette hypothèse). Et d'autre part parce que le taux d'intérêt est négatif en termes réels (l'inflation officielle est de 4%), que la masse monétaire, qui a augmenté plus que le PIB depuis 1995, s'est trop fortement accrue ces derniers mois, ce qui va amener la Fed à se préoccuper davantage du risque inflationniste.

• Mai 2008 -> Le prix du baril de pétrole continue à battre des records, de jour en jour : la semaine du 5 est impressionnante puisqu'il franchit de jour en jour les barres successives de 120\$ le lundi 5, de 121 et 122 le mardi 6, de 123 le mercredi 7, de 124 le jeudi 8, de 125, de 126 le vendredi 9, de 130 et même de 132 le mercredi 21 (en cotant 132,07\$). Ainsi, en un peu plus de six ans, le prix du baril de light sweet crude a été multiplié par près de 7,5.

Cette progression semble donner raison à ceux, qui, comme les experts de la Goldman Sachs, estiment que le prix du baril pourrait atteindre les 200\$ dans un délai de 6 mois à deux ans : il faut reconnaître que la spéculation (le journal Le Monde du 23 mai 2008 titre « les marchés spéculent désormais sur une pénurie de pétrole en 2016 ») et la faiblesse du dollar jouent en faveur de cette prédiction (et donc paradoxalement aussi la politique de la BCE en renforçant l'euro).

L'EURO

Mais d'un autre côté, il convient de tenir compte du ralentissement de la croissance mondiale et d'une certaine augmentation de l'offre de pétrole qui sont autant de facteurs qui peuvent ralentir et même renverser l'évolution du prix.

Le mercredi 4, considérant que la Slovaquie respecte les critères de convergence, malgré des résultats macroéconomiques inquiétants par ailleurs, la Commission européenne donne à celle-ci son « feu vert » pour qu'elle adopte l'euro le 1/1/2009.

En ce qui concerne le taux de change euro/dollar, on constate, contre toute logique, un redressement de la monnaie américaine : par exemple, le 9, l'euro vaut 1,54 dollar. *Comme le note P.-A. Delhommais (Le Monde du 11-12 mai 2008), « c'est une règle intangible sur les marchés financiers. Il suffit que tout le monde – économistes, experts en tout genre, industriels, gestionnaires de fonds, spéculateurs, investisseurs professionnels et particuliers, hommes politiques – affirme le caractère inéluctable et irréversible d'une tendance pour que celle-ci s'arrête net et même s'inverse ».*

• Juin 2008 -> Le 3, le Président de la Fed dénonce la faiblesse du dollar et les effets inflationnistes qu'elle peut induire. Cela est doublement une surprise : d'abord, parce que ce n'est pas l'habitude qu'un banquier central s'exprime sur le taux de change, ensuite parce que les investisseurs et les experts pensaient que les États-Unis s'accommodaient très bien d'un dollar faible (benign neglect). Même si cette prise de position n'est pas forcément très crédible, elle a pour conséquence une vive remontée du dollar. Mais de son côté, le 5, le Président de la BCE durcit aussi le ton mais sur la lutte contre l'inflation en annonçant un resserrement de la politique monétaire lors de la réunion de début juillet bien qu'il se soit pas très optimiste sur les perspectives de croissance. Aussitôt, le dollar rechute et le baril de pétrole enregistre dans la seule journée du 6 juin une progression exceptionnelle de 10,75\$, ce qui lui fait successivement passer les seuils de 136, 137, 138 et 139\$ pour atteindre finalement le record de 139,12\$. Comme le prix du baril est d'une certaine façon indexé sur les mouvements du dollar, le prix du baril s'envole : le Président de la Fed voyant dans cette évolution un facteur de risque supplémentaire de récession, il laisse planer la menace d'une élévation des taux directeurs, tout en sachant qu'une telle mesure est peu crédible dans la conjoncture économique, sociale et politique américaine actuelle.

La crise des subprimes, avec ses conséquences sur l'économie réelle, et l'inflation qui se développe et se propage à l'économie mondiale font craindre une stagflation généralisée : les places boursières s'installent dans un grand mouvement baissier. Certains vont jusqu'à craindre un krach, surtout qu'un cercle vicieux s'est formé dans la mesure où les investisseurs qui désertent les Bourses se précipitent sur les marchés d'hydrocarbures en y faisant des achats spéculatifs, ce qui s'ajoute à la baisse du dollar pour faire « flamber » le prix du pétrole (le 26, le baril bat un nouveau record à 142,99\$), d'où une relance encore plus forte de l'inflation, etc.

Le jeudi 13 juin, les Irlandais rejettent le traité de Lisbonne à une large majorité (53,4% de « non »), ce qui plonge à nouveau l'Europe dans une grave crise institutionnelle.

Le 21, à Lyon, deuxième édition des Etats généraux de l'Europe (la première a eu lieu à Lille en mars 2007).

• Juillet 2008 -> le 3, et comme on s'y attend depuis les déclarations de son Président au début du mois précédent, la BCE élève d'un quart de point ses taux directeurs. Le principal de ces taux passe donc à 4,25%. La position de la BCE est confortée par le taux d'inflation de juin en glissement annuel qui atteint le record de 4%, c'est-à-dire exactement deux fois la norme maximale.

Le même jour, le baril de light sweet crude frôle les 146\$!

Le 15, l'euro bat son record en cotant face au dollar 1,6038. Cela s'explique essentiellement par un mouvement de panique financière outre-Atlantique : les jours précédents ont vu la mise sous tutelle de la banque californienne IndyMac, et surtout de graves difficultés boursières pour Fannie Mae et Freddie Mac, qui détiennent à eux seuls ou sont garants de 45% de la totalité des crédits hypothécaires américains, au point que des rumeurs courent sur leur possible nationalisation. Cela cause une chute des Bourses et fait craindre un risque systémique : la crise commencée il y a pratiquement un an n'est décidément pas terminée. Beaucoup d'experts estiment maintenant qu'elle peut durer au moins jusqu'en 2009. Cette impression est validée en fin de mois par deux nouvelles importantes : d'une part l'annonce d'une perte record par la première caisse d'épargne américaine (Washington Mutual – Wa-Mu) et d'autre part la levée par le Président des États-Unis de son veto à un vigoureux plan de sauvetage (300 milliards de dollars) du secteur immobilier et du secteur financier.

L'EURO

Au cours des dix derniers jours du mois, on assiste aussi, malgré tout, à une certaine accalmie : le prix du baril de brut léger américain chute de plus de 20 dollars en passant sous le seuil des 125\$ en quelques jours et l'euro se stabilise entre 1,57 et 1,58\$.

• Août 2008 -> En tout début de mois, on apprend qu'en juillet, sur un an, les prix de la production industrielle ont augmenté de 8% (record depuis la création de cette statistique en 1991) et que ceux de la consommation ont progressé de 4,1%. Pendant le même temps, l'activité économique ralentit sérieusement et le chômage augmente nettement dans plusieurs pays. *Cela ne peut que mettre dans l'embarras les responsables des politiques économiques, spécialement ceux de la BCE. D'ailleurs, dans son édition du 7/8, Le Monde titre : « le risque de stagflation paralyse les banques centrales ». En effet, ce contexte très ambivalent semble condamner les banques centrales à l'immobilisme : la Fed, la BCE et la BoE optent toutes les trois pour le statu quo en maintenant leurs taux directeurs respectivement à 2%, 4,25% et 5%. Mais il se pourrait que, dans un avenir plus ou moins proche, Fed et BCE pondèrent différemment les objectifs de leur politique monétaire et que par conséquent elles impriment des mouvements opposés à leurs taux d'intérêt directeurs, ce qui les ferait en définitive converger progressivement. En effet, la Fed pourrait éléver ses taux pour tenir davantage compte de l'inflation : lors de sa réunion du 5/8, 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, J.-C. Trichet déclare qu'il y a persistance de tensions inflationnistes inquiétantes et surtout que les risques pour la croissance se matérialisent (le Danemark est le premier pays de la zone euro à entrer en récession et les grands pays comme la France, l'Allemagne et l'Italie enregistrent une baisse de leur PIB au second trimestre 2008, ce qui fait globalement baisser celui de la zone euro de 0,2%).*

Les propos du Président de la BCE conduisent l'euro à passer en dessous de la barre des 1,50\$ dès le lendemain, ce qui n'est pas arrivé depuis fin février.

À la fin de la première quinzaine d'août, l'euro passe même sous les 1,47\$: cette évolution du taux de change euro-dollar s'explique non seulement par les craintes de plus en plus fortes d'une récession généralisée dans la zone euro mais aussi par la possibilité d'une décision prochaine de la Fed de remonter ses taux à cause de la forte inflation qui règne aux États-Unis.

En cet été 2008, c'est-à-dire tout juste 1 an après le déclenchement de la crise des subprimes, on peut tenter des pronostics : ainsi, selon J. Attali (Le Monde du 9 août), « Pour l'économie, la crise est un tsunami qui approche. Certains espèrent qu'il passera au large sans affecter l'économie réelle, mais on voit déjà, aux États-Unis et en Europe, que nous aurons une croissance zéro en 2009 ».

La fin du mois n'est pas plus brillante : lors du colloque annuel organisé par la Réserve fédérale de Kansas City à Jackson Hole, dans l'État du Wyoming, B. Bernanke déclare que « la tempête financière n'a pas encore diminué et que ses effets sur l'ensemble de l'économie deviennent apparents sous la forme d'un ralentissement de l'activité économique et d'une hausse du chômage ». Selon lui, les États-Unis connaissent en ce moment « l'un des environnements économiques et de politique monétaire les plus difficiles jamais vus ». Le hasard veut que le même jour de cette déclaration, le 22 août, on apprenne la faillite aux États-Unis de la Columbian Bank and Trust Company, 9^{ème} faillite bancaire depuis le début de l'année, et celle, au Danemark, de la Roskilde Bank qui va devoir être rachetée par la Banque centrale danoise...

• Septembre 2008 -> Le mois commence par une confirmation de la décrue du prix du pétrole, après un court sursaut à la fin du mois précédent et du taux de change de l'euro par rapport au dollar : le taux d'inflation annuel revient pour août à 3,8% et la monnaie européenne passe sous le seuil de 1,40\$, ce qui la ramène à son niveau d'il y a 1 an.

Ce début du mois de septembre reste également marqué par les suites de la crise financière : le dimanche 7, le secrétaire d'État américain au Trésor, Henry Paulson, accompagné du directeur de la nouvelle autorité indépendante de régulation, la Federal Housing Finance Agency (FHFA), annonce la mise sous tutelle publique de Fannie Mae et de Freddie Mac, avec un plan de renflouement d'une importance exceptionnelle. Cela équivaut à une quasi-nationalisation puisque l'Etat est ainsi potentiellement à la tête de plus des 3/4 du capital des deux organismes. Les deux organismes de refinancement hypothécaire sont certes sauvés mais d'une part le secteur des prêts immobiliers reste globalement malade et d'autre part ce sont les finances publiques, donc les contribuables, qui sont sollicités : il ne faut donc pas attendre de ce sauvetage qu'il calme les inquiétudes sur les effets de la crise financière sur l'économie réelle.

L'EURO

La deuxième quinzaine du mois s'ouvre sur **trois terribles annonces** faites le lundi 15 septembre. Deux concernent deux très grandes banques d'affaires américaines, **Lehman Brothers** qui se déclare en faillite et **Merrill Lynch** qui est rachetée par la Bank of America (ce qui permet de former le plus grand établissement financier mondial). Cette évolution de la crise est remarquable : on assiste à la disparition de deux grandes banques d'affaires, ou d'investissement, qui présentent la particularité d'être indépendantes et de fonctionner en marge de la réglementation et de la supervision bancaires : c'est pour cela que l'on dit parfois que les banques d'affaires constituent le « shadow banking system ». La troisième annonce concerne la plus importante compagnie d'assurance du monde en termes de capitalisation boursière, l'**American International Group (AIG)**. Dans le cadre d'un plan d'urgence qu'exige la chute vertigineuse de son cours en Bourse, AIG demande à la Fed de lui accorder un prêt exceptionnel. Les difficultés d'AIG s'expliquent par le fait qu'il a développé excessivement son activité de vente de polices d'assurance aux banques d'affaires contre le risque de baisse des titres immobiliers. À l'origine des difficultés d'AIG se trouve l'exemple même des titres dérivés et structurés qui, à cause de leur opacité et de leur sophistication extrêmes, sont une des causes de la crise financière : il s'agit des CDS (Crédit default swaps), qui sont des contrats financiers bilatéraux, donc de gré à gré, passés en dehors de toute contrainte et norme boursières et non comptabilisés dans les bilans, qui permettent de protéger les créanciers contre le risque de défaut des débiteurs dans le cadre d'opérations de crédit. Précisons ici que les contrats de gré à gré se sont continûment développés : selon la BRI, leur stock a été multiplié par plus de 6 en 10 ans.

Le mercredi 17, AIG obtient un prêt de 85 milliards de dollars, et en échange l'État fédéral réalise quasiment sa nationalisation. *Si bien que deux stratégies contradictoires se sont exprimées pratiquement en même temps. D'un côté, l'État ne sauve pas une banque d'affaires pour mettre un coup d'arrêt à l'aléa moral et à l'asymétrie scandaleuse de ce système qui veut que les gains soient privatisés et individualisés et les pertes socialisées (on doit ici évoquer également le scandale des parachutes dorés dont bénéficient les dirigeants de ces institutions en déroute, grands (ir)responsables de la détresse de milliers de ménages modestes). De l'autre côté, contraint par l'importance de l'enjeu pour la collectivité, l'État sauve une grande entreprise d'assurance. Notons que le fait de ne pas se porter au secours de Lehman Brothers veut être un signal de « la fin de la récréation » et du début de la purge du système, mais les jours et semaines qui suivront montreront qu'en réalité ce sera le point de départ d'une défiance et d'une inquiétude accrues : de ce point de vue, avec la faillite de Lehman Brothers, le 15 septembre marque une aggravation considérable de la crise et le début de ce que certains considèrent comme un véritable tsunami financier. Car, si le sauvetage de Lehman Brothers aurait pu bel et bien alimenter le risque d'aléa moral, le fait que cette banque ne soit pas secourue prouve à tous que le refinancement n'est plus automatiquement assuré ; or, selon Friedman, la crise de 1929 s'explique précisément par le fait que la Banque centrale a laissé « tomber » le système bancaire. Ajoutons enfin que des esprits aussi bien informés que soupçonneux estiment que la faillite de Lehman Brothers était pour Henry Paulson une façon d'éliminer un concurrent important de Goldman Sachs, dont il a été le dirigeant entre 1999 et 2006...*

La succession rapide de ces situations de faillite de très gros établissements et les trois mises sous tutelle publique faites en deux semaines par l'État américain montrent, s'il en est besoin, la gravité de la crise financière, gravité qu'Alan Greenspan considère d'ailleurs comme jamais vue depuis un siècle (l'ancien Président de la Fed reconnaîtra quelques semaines plus tard que la crise le plonge dans un grand désarroi, que sa vision du monde n'était pas bonne et qu'il s'est trompé en « croyant que le sens de leurs propres intérêts, notamment chez les banquiers, était la meilleure protection qui soit »). Tout le monde craint désormais un effet domino dévastateur et une profonde crise systémique, et on n'hésite pas à parler de lundi noir. Ce qui prouve également la gravité de la crise, c'est l'écart grandissant entre le taux qui rémunère les bons du Trésor américain (le T-bill 3 mois), tombé à 0,02%, le plus bas niveau depuis la seconde guerre mondiale, parce que les investisseurs se ruent sur ce type de placement très sûr et très liquide, et le taux des prêts interbancaires qui ne cesse de monter. Les emprunts publics connaissent pour les mêmes raisons le même engouement que les Bons du Trésor. Mais il convient de remarquer non seulement que cela entraîne un effet d'éviction à l'encontre des emprunts privés mais aussi que la multiplication des aides publiques et l'accumulation des dettes souveraines peuvent à la longue engorger le marché et susciter pour le moins la méfiance des investisseurs : les cours de ces emprunts publics pourraient alors se mettre à baisser fortement, poussant donc les taux d'intérêt à la hausse.

Ainsi, la crise a d'ores et déjà trois conséquences fortes : elle provoque des restructurations qui recomposent le paysage financier (il semble en particulier de plus en plus souhaitable que les banques d'affaires s'adossent à des banques de dépôts), elle conduit à un redimensionnement de la sphère financière et elle condamne pour longtemps toute expansion débridée du crédit et de l'endettement.

Il n'est donc pas étonnant d'apprendre le matin du jeudi 18 septembre que les principales banques centrales, des États-Unis, de la zone euro, d'Angleterre, du Canada, du Japon et de la Suisse, lancent

L'EURO

des accords de swaps pour se prêter entre elles les financements dont elle peuvent avoir besoin pour être en mesure de stabiliser leur système bancaire national en apportant aux banques commerciales les liquidités nécessaires, parce que les marchés monétaires interbancaires sont à nouveau asphyxiés. Cette collaboration entre les principales banques centrales, à laquelle s'ajoute la mise en mode « gestion de crise » de toutes les autres banques centrales, a en définitive pour but d'améliorer la liquidité du marché financier mondial.

Dans la journée, des rumeurs alarmantes circulent à Wall Street sur l'état de santé de la banque d'affaires Morgan Stanley, dont la valeur boursière a été divisée par plus de deux en une semaine.

Et le soir même de ce 18 septembre, le Trésor américain annonce qu'il va emprunter sur les marchés 100 milliards de dollars supplémentaires pour aider la Fed dans sa mission de stabilisation du marché financier. Ainsi, le Trésor américain, autrement dit le contribuable, reconstitue aussi les réserves de la Fed pour le moins mises à contribution tous ces derniers temps, pour lui éviter de faire fonctionner la « planche à billets ».

Le Bourses mondiales, déjà en baisse tendancielle depuis plusieurs mois, plongent encore plus ce jour-là : le CAC passe sous la barre des 4000 points. Rappelons à ce propos que cet indice boursier, le plus important de la Place de Paris, et qui représente environ 70% de la capitalisation totale de la Place, a été mis en place en 1988 à la suite de la crise financière de 1987, avec la substitution des sociétés de bourse aux agents de change. Il est défini avec la valeur de 1000 points au 31 décembre 1987. Il est calculé à partir des cours des 40 actions cotées en continu sur Euronext Paris appartenant aux sociétés ayant les plus fortes capitalisations.

En fin de cette journée du jeudi, le gouvernement américain annonce un plan de sauvetage sans précédent, que le Trésor a préparé dès la veille étant donné l'extrême gravité de la situation.

L'essentiel de ce plan consiste, pour le Trésor, à acheter aux banques leurs actifs douteux, c'est-à-dire les produits « toxiques » qui les plombent, par l'intermédiaire d'une structure de défaisance publique (ce plan ressemble, à l'échelle des États-Unis, à ce qu'avait fait l'État français lors de la crise du Crédit lyonnais en 1995 en créant le Consortium de réalisation, le CDR).

L'annonce de ce plan soulève de la part des diverses places financières une réaction euphorique dès le lendemain, le vendredi 19 : la Bourse de Paris enregistre dans cette seule journée une poussée du CAC 40 jamais vue depuis la création de l'indice : + 9,27%, ce qui l'amène à 4325 points. Cette envolée générale des indices boursiers démontre davantage une très grande volatilité des cours plutôt qu'un franc retour de la confiance des marchés. D'ailleurs, toutes les Bourses repartiront à la baisse dès le début de la semaine suivante.

Le vendredi 19 aussi, juste après son homologue anglaise, la FSA (Financial Services Authority), la SEC (Securities and Exchange Commission), le gendarme de la Bourse américaine, interdit à de nombreuses sociétés financières de réaliser des ventes à découvert sur les actions du secteur bancaire (le 22 la SEC élargit son interdiction à des sociétés non financières comme General Electric et General Motors). De son côté, et au même moment, l'AMF restreint en France ces pratiques. Remarquons au passage que ces mesures à l'encontre de la spéculation ont pour effet d'inciter les spéculateurs à se reporter sur d'autres terrains, en l'occurrence celui du pétrole dont le prix du baril gagne 16 dollars en un jour, ce qui est une hausse historique.

Le samedi 20, le plan de sauvetage est détaillé par le Trésor et il est remis au Congrès pour y être discuté dans les plus brefs délais ; il mobilise au moins 700 milliards de dollars (la somme pourrait en réalité avoisiner 1000 milliards). Il ressemble à celui qui avait été mis en place à la fin des années 1980 pour sauver de la faillite de très nombreuses caisses d'épargne, plan qui s'était étalé sur 7 années. Seulement, le plan actuel, appelé plan Paulson du nom du Secrétaire d'État au Trésor, est d'une beaucoup plus grande ampleur : *on ne sait pas combien de temps il lui faudra pour atteindre pleinement ses objectifs et quelles en seront les conséquences sur les finances publiques et sur l'ensemble de l'économie. Il se pourrait en effet que ce plan agrave la récession qui est pratiquement déjà là.*

Et comme beaucoup de prix de matières premières sont orientés à la baisse, certains commencent à évoquer le risque de déflation. Et on ne peut pas alors s'empêcher de penser à la déflation japonaise qui a duré une quinzaine d'années à partir de la fin des années 1980. Les responsables économiques d'aujourd'hui, et en particulier B. Bernanke qui a étudié précisément le cas japonais quand il était enseignant, réagissent en tenant au maximum des leçons de la déflation japonaise. Elle aussi, la crise japonaise s'est traduite par l'éclatement d'une double bulle, immobilière et boursière, a été causée par une politique monétaire très accommodante et une forte expansion du crédit, et a entraîné l'effondrement des

L'EURO

cours et du système bancaire, ainsi que de nombreuses faillites. Au Japon aussi, le gouvernement tente de contrecarrer les effets cumulatifs de la crise par des mesures de sauvetage par nationalisation et recapitalisation. Seulement, de son côté, la banque centrale japonaise tarde à modifier sa politique de taux (les taux réels élevés ont empoisonné l'économie réelle) et rechigne jusqu'au début des années 2000 à soulager les banques et le marché interbancaire en provoquant une importante « détente quantitative » par des apports massifs de liquidités (le resserrement du crédit s'était transformé en credit crunch). C'est sur ce dernier point que la stratégie des actuels responsables est différente : les banques centrales ont réagi immédiatement pour baisser leurs taux et sauvegarder le système bancaire par la politique de détente quantitative.

D'autres experts sont cependant moins catastrophistes en tablant sur au moins trois facteurs. D'abord, paradoxalement, le dollar reste relativement stable malgré la tourmente financière (il baissa malgré tout fortement face à l'euro le lundi 22). Ensuite, la croissance mondiale a des chances de rester soutenue grâce aux économies des BRIC (Brésil-Russie-Inde-Chine) dont le dynamisme est assuré par leurs demandes internes, ce qui les protège un peu des chocs exogènes (certains substituent au sigle BRIC celui de BASIC pour Brésil, Afrique du Sud, Inde et Chine). Enfin les entreprises ont une situation financière qui s'est améliorée depuis quelques années : ayant reconstitué leurs fonds propres, elles sont moins sensibles aux restrictions de crédit que l'on peut anticiper (il faut cependant noter que l'on assiste à une forte réduction de leur taux d'autofinancement qui pourrait peser à terme sur le taux d'investissement).

Le lundi 22 est une journée également riche en informations concernant la crise. D'abord, les ministres de l'économie et les banquiers centraux du G7 promettent, lors d'une téléconférence, une coopération étroite renforcée pour prendre toutes les mesures nécessaires au sauvetage du système financier international. Ensuite, Morgan Stanley, en difficulté comme on l'a dit, et Goldman Sachs renoncent à leur statut de banques d'affaires pour celui de holdings de façon à avoir accès au guichet d'escompte de la Fed. Enfin, dans le cadre d'un accord de swap signé le jeudi précédent, la Fed, la BCE et la BoE fournissent à nouveau à leurs marchés interbancaires des dizaines de milliards de dollars. Les banques centrales interviendront également les jours suivants. D'ailleurs, la Fed signe le mercredi 24 des accords de swap avec les banques centrales d'Australie, du Danemark, de Norvège et de Suède pour qu'elles puissent participer à la stabilisation du système financier international. Ce même mercredi 24, deux déclarations importantes sont faites. D'une part, celle du président de la Fed devant les parlementaires pour défendre le plan de sauvetage en se disant très inquiet pour la croissance. D'autre part, celle du Président Bush, lors d'une solennelle allocution télévisée, qui met toute son autorité dans la balance en déclarant que les États-Unis traversent une crise très grave, que toute leur économie est en danger, et que « sans action rapide du Congrès l'Amérique pourrait glisser dans une panique financière et un scénario douloureux ». Il cherche ainsi à convaincre les nombreux parlementaires réfractaires au plan, en particulier les démocrates qui estiment que l'État fait infiniment plus pour les banques d'affaires et leurs actionnaires que pour les foyers modestes, victimes de la crise ; et cela avec l'argent des contribuables. C'est également ce mercredi 24 que de ce côté-ci de l'Atlantique, le commissaire européen aux affaires économiques (J. Almunia) constate que la crise financière affecte déjà l'économie réelle : dans plusieurs pays de l'UE, le climat des affaires s'assombrit nettement et les prévisions de croissance sont revues à la baisse (1,3% de croissance pour la zone euro en 2008).

Le jeudi 25, le Président français Nicolas Sarkozy, lors du discours très attendu qu'il fait à Toulon, affirme que « la France est trop engagée dans l'économie mondiale pour que l'on puisse penser un instant qu'elle pourrait être à l'abri des événements qui sont en train ni plus ni moins que de bouleverser le monde (...) et que la crise actuelle aura des conséquences dans les mois qui viennent sur la croissance, sur le chômage, sur le pouvoir d'achat ».

Le soir de ce jeudi 25, on apprend une nouvelle faillite aux États-Unis, celle de la 1^{ère} caisse d'épargne et du sixième établissement financier du pays, Washington Mutual (WaMu), qui a surfé pendant plusieurs années sur la bulle immobilière en développant ses activités hypothécaires mais dont le cours a chuté de 90% en un an : ses activités bancaires sont rachetées par JPMorgan, qui devient ainsi la plus importante banque américaine par le volume des dépôts gérés.

Le vendredi 26, l'action de la grande « bancassurance » belgo-néerlandaise Fortis perd plus de 20% sur les places d'Amsterdam et de Bruxelles, ce qui fait plus de 70% sur une année ; cela à cause d'attaques spéculatives venant d'investisseurs persuadés que la banque est contaminée par le virus des subprimes. Cela semble indiquer que la crise bancaire s'étend maintenant franchement à l'Europe et que D. Strauss-Kahn, directeur du FMI, avait raison lorsqu'il considérait, deux jours auparavant, que « même si les banques européennes sont globalement dans une position meilleure que les institutions

L'EURO

financières américaines, les Européens ne devraient pas être trop confiants et devraient se préparer au pire scénario » ? En tous les cas, depuis quelques jours, les Français recomposent leur épargne en privilégiant les placements sûrs (les livrets d'épargne et les comptes à terme) au détriment des actifs risqués (les actions) et on constate même une forte progression des retraits de billets.

Tous ces événements et ce climat d'ensemble font que les banques refusent encore plus que jamais de se prêter entre elles : le marché monétaire interbancaire souffre donc particulièrement, comme le montre le très important écart qui existe maintenant entre les taux interbancaires à 3 mois et les taux d'emprunt d'Etat pour la même échéance (plus de 2,7% contre 0,2 à 0,3% d'habitude). Et cela malgré que les banques centrales ne cessent de fournir des liquidités, massivement.

Le mois de septembre est décidément un mois catastrophique pour la finance internationale ; ses derniers jours marquent en effet une aggravation généralisée de la situation :

- La situation de Fortis devient critique : les gouvernements belge, néerlandais et luxembourgeois, signent le dimanche 28, avec la bénédiction du Président de la BCE, un accord de nationalisation partielle de ses trois filiales nationales : c'est la première fois, depuis le début de la crise qu'une banque de la zone euro a ainsi besoin du secours des pouvoirs publics.
- Le lundi 29 est un véritable lundi noir, spécialement pour l'Europe :
 - La banque américaine Wachovia fait faillite et Citigroup et Wells Fargo sont en concurrence pour la racheter.
 - La banque anglaise Bradford & Bingley (« B&B ») doit être nationalisée pour que le Trésor britannique reprenne ses actifs « pourris », pendant que ses meilleurs actifs sont transférés au groupe espagnol Santander.
 - La banque allemande Hypo Real Estate (« HRE ») et la banque islandaise Glitnir sont sauvées grâce à l'intervention de leurs gouvernements.
 - Le groupe franco-belgo-luxembourgeois de bancassurance Dexia est en grande difficulté : son cours perd presque 30% dans la journée.

D'ailleurs, la France, la Belgique et le Luxembourg se porteront au secours de Dexia le lendemain, le mardi, en nationalisant de fait la banque : c'est la première fois, depuis 14 ans, que l'État français intervient pour sauver une banque. *On peut remarquer que, ce faisant, les États ne font pas nécessairement une mauvaise opération puisqu'ils participent à une augmentation de capital à un prix relativement bas et qu'ils pourront revendre leurs actions quand les cours auront remonté.*

On constate donc que la vague des faillites bancaires déferle maintenant sur l'Europe. Un mouvement de panique commence alors à se manifester, surtout certains pensent que la moitié des titres « pourris » se trouvent en Europe...

- La Fed et la BCE continuent à injecter des doses massives de liquidités sur leurs marchés monétaires.
 - La contamination de la crise à l'Europe mine complètement la confiance que les établissements financiers pouvaient avoir encore les uns vis-à-vis des autres : ceux qui ont des excédents de liquidité, au lieu de les placer sur le marché interbancaire, préfèrent les placer auprès de la BCE, même s'ils sont moins rémunérés (ces dépôts au jour le jour atteignent ce 29 septembre le record de 44,4 milliards d'euros ; ils connaîtront des montants encore bien plus élevés au cours du mois d'octobre).
 - Les Bourses enregistrent toutes de fortes baisses tout au long de la journée : celle de Paris passe à nouveau sous le seuil des 4000 points.
 - L'euro et la livre baissent nettement face au dollar et au yen.
 - On apprend que l'économie japonaise, la deuxième du monde, accumule de mauvais résultats.
 - En France, le chiffre du chômage pour le mois d'août est le « pire chiffre mensuel depuis mars 1993 » selon le Secrétaire d'État à l'emploi.
 - Surtout, en fin de journée, le plan de sauvetage Paulson est rejeté par le Congrès. Ainsi, le risque systémique est passé après la volonté de la frange la plus libérale des Républicains de laisser le marché s'autoréguler sans l'intervention de l'État, après le refus des Démocrates de ne pas aider les ménages ruinés par leurs crédits immobiliers, et après le souci de tous de ne pas pénaliser les contribuables. *De nombreux experts critiquent également ce plan : un*

L'EURO

argumentaire est signé de 200 noms d'économistes reconnus, dont les prix Nobel R. Lucas et V. Smith. Il est en particulier souligné que l'État s'engage à racheter pour une somme astronomique des titres dont on est en fait incapable de connaître le prix puisqu'il n'en existe pas de marché, ce qui risque de perturber durablement les règles de l'économie de marché. On peut ajouter que ce plan peut avoir pour effet pervers d'augmenter doublement le risque d'aléa moral : non seulement l'intervention de l'État peut inciter certaines banques à prendre davantage de risques, mais aussi les banques qui sont secourues – « les mauvaises » – ne vont-elles pas faire une concurrence déloyale à celles qui ne le sont pas – « les bonnes » ?

La conséquence directe du rejet du plan est que Wall Street, qui a déjà enregistré une très forte baisse au cours de la journée, plonge encore un peu plus en soirée (de près de 800 points au total, ce qui ne s'est jamais encore vu, et ce qui représente une perte de 1000 milliards de dollars de capitalisation boursière...) et que les Bourses asiatiques suivent le même mouvement les heures suivantes. Dès le lendemain, l'administration Bush et les grandes voix du Congrès travaillent pour élaborer une nouvelle version du plan de sauvetage qui, grâce à un certain nombre d'amendements concernant en particulier les garanties et les protections des contribuables, réduirait les résistances des parlementaires. Un nouveau vote devrait avoir lieu dès mercredi soir. Cela semble aux yeux des défenseurs du plan d'autant plus nécessaire que la crise s'est propagée à l'Europe et que le risque systémique devient donc très important.

Dans la zone euro, le taux d'inflation continue à baisser : pour ce mois de septembre, il affiche 3,6% (4,2% pour l'ensemble de l'UE, contre 4,3% en août).

• Octobre 2008 -> Le mois d'octobre s'ouvre le mercredi 1^{er}, par une nouvelle, deux idées et une série de propositions faites par la Commission européenne. La nouvelle est le vote par le Sénat américain du Plan Paulson bis (la Chambre des Représentants doit le voter vendredi). La première idée est celle du lancement d'un plan de sauvetage équivalent pour l'Europe, prenant la forme d'un fonds de garantie de 300 milliards de dollars, mais plusieurs voix, notamment celles de l'Allemagne, de l'Angleterre et du Président de la BCE, s'élèvent, les unes pour critiquer le principe (en particulier, l'Allemagne s'oppose à la conception « intégrationniste » des Français et continue, sans doute pour éviter de payer pour les autres, à défendre le principe de la déconcentration des pouvoirs), les autres pour en contester l'urgente nécessité, d'autres encore pour insister sur la difficulté de la mise en œuvre de cette idée, étant donné l'absence d'un budget fédéral européen. Pour en rajouter à cette cacophonie européenne, qui ne pourra qu'avoir de néfastes conséquences sur les réactions des marchés, l'Irlande fait cavalier seul en décidant ipso facto de garantir sans limite les dépôts pendant deux ans. La seconde idée, qui ne fait pas plus l'unanimité que l'autre, concerne la réunion internationale d'un « Bretton Woods » financier pour mieux réguler la finance mondiale. *Il ne s'agirait pas d'un nouveau Bretton Woods monétaire pour remettre sur le métier la reconstruction d'un SMI à change fixes, surtout qu'aucune crise de change n'accompagne (pour l'instant) la crise financière, mais d'une grande réunion internationale pour mettre en cohérence les différentes réglementations et codes de bonne conduite et pour redéfinir le rôle du FMI de façon à rendre possible une cogestion des crises au niveau le plus global.* La série de propositions européennes sont faites par l'intermédiaire du Commissaire chargé du commerce intérieur. Ces propositions concernent en particulier un projet de directive sur des normes de fonds propres qui seraient imposées en cas de titrisation de créances et dans le cas de « grands risques » encourus par les banques, la création de collèges de superviseurs nationaux pour mieux coordonner la supervision des activités bancaires transfrontalières, la réglementation des hedge funds et des agences de notation et l'assouplissement des normes comptables.

Le jeudi 2, la BCE maintient ses taux à l'identique parce qu'elle estime que les risques inflationnistes ont peut-être diminué mais pas disparu. Dans sa déclaration, J.-C. Trichet souligne « le degré extraordinairement élevé de l'incertitude » et affirme que « nous restons libres de faire ce qu'il faudrait à n'importe quel moment ». Selon plusieurs observateurs, ce discours est très nouveau et semble annoncer une baisse prochaine possible des taux directeurs. Après cette décision, l'euro enregistre une forte baisse en atteignant 1,3748, niveau qu'il n'a pas atteint depuis plus d'un an.

En France est lancé un plan d'aide de 22 milliards aux PME parce que ces entreprises souffrent particulièrement de la crise du crédit. Il est en particulier donné mission à la Caisse des Dépôts d'injecter 17 milliards d'euros à partir des fonds collectés sur les Livrets de développement durable (les LDD, ex-Codevi) et sur les Livrets d'épargne populaire (LEP), mais cela doit se faire par l'intermédiaire des banques à qui ces fonds sont transmis : certains craignent qu'elles s'en servent

L'EURO

pour réduire leurs problèmes de trésorerie... Ce plan d'aide comprend aussi le renforcement des moyens d'OSEO, établissement financier public spécialisé dans l'accompagnement des PME (En appui des politiques nationales et régionales, OSEO - né du rapprochement de l'Anvar, de la BDPME, de la Sofaris et de l'AII - finance et accompagne les PME dans les phases les plus décisives de leur existence. OSEO a pour mission de financer et d'accompagner les PME, l'objectif étant d'assurer une plus grande continuité dans la chaîne du financement de leurs projets, grâce à la complémentarité de ses trois métiers : soutien à l'innovation, financement des investissements et du cycle d'exploitation en partenariat avec les banques et garantie des financements bancaires et interventions en fonds propres).

Le vendredi 3, comme prévu, la Chambre des représentants adopte le nouveau plan Paulson. Celui-ci prévoit en particulier l'achat par l'État des actifs toxiques des banques (l'État participant en contrepartie à leur capital et à leurs bénéfices), la limitation des rémunérations des dirigeants et l'interdiction des parachutes dorés, la révision des conditions des prêts hypothécaires, des crédits d'impôts en faveur des entreprises et des ménages des classes moyennes, et la hausse du plafond de la garantie des dépôts bancaires. J. Stiglitz, prix Nobel d'économie 2001, fera une critique assez radicale de ce plan dans Le Monde du 12 : « le plan britannique qui consiste à injecter du capital aux banques est une meilleure option. (...) Le plan (Paulson) consiste à faire une transfusion sanguine à un malade qui souffre d'une hémorragie interne ».

A la fin de cette première semaine d'octobre, on parle de récession à la fois aux États-Unis, dans la zone euro et en France. À Paris, le chef de l'Etat reçoit ses homologues européens faisant partie du G8 ainsi que le président de la BCE et celui de l'Eurogroupe, après s'être entretenu avec le directeur général du FMI, pour étudier les mesures susceptibles de soutenir les banques européennes et de ramener la confiance (traitement comptable particulier pour les actifs « toxiques », assouplir les règles d'intervention des États, adopter des règles communes pour la garantie des dépôts, revoir le cadre de la supervision bancaire, surveiller strictement les activités des agences de notation, poser des principes communs pour la rémunération des dirigeants et pour leurs parachutes dorés). Mais ce « sommet de l'Élysée » révèle des divisions persistantes entre les Européens.

Le dimanche 5, le gouvernement allemand est obligé de sauver à nouveau la banque HRE parce que ses besoins de liquidités sont beaucoup plus importants que prévu, spécialement à cause de la débâcle de sa filiale irlandaise. Cette intervention, faite en toute hâte, est rendue indispensable par le risque systémique encouru, risque qui est à ce point grave que cela relance l'idée d'un plan de sauvetage à l'échelle de l'Europe et que cela conforte la conviction de plusieurs experts que des solutions nationales et au cas par cas ne peuvent pas suffire. L'Allemagne décide ce même jour de garantir sans limite les dépôts d'épargne pour éviter toute panique bancaire qui pourraient entraîner les difficultés de certains établissements, notamment régionaux.

Dans la nuit du dimanche au lundi est annoncée la décision de rachat de 75% de la branche belge de Fortis par BNP-Paribas (la branche néerlandaise reste nationalisée à plus de 99%) : BNP-Paribas devient ainsi la première banque de dépôts de la zone euro.

Le lundi 6 octobre apparaît comme un « lundi noir » supplémentaire. Les différentes places boursières, qui avaient enregistré un léger mieux en fin de semaine précédente, sont prises de panique à cause d'une défiance généralisée suite aux difficultés rencontrées par plusieurs établissements européens et à l'insuffisance des mesures annoncées lors du sommet de l'Élysée : la Bourse de Paris « plonge » de 9,04%, nouveau record de baisse depuis la création du CAC 40. L'Eurostoxx 50 a perdu près de 34% en un an : pour beaucoup, c'est un krach. *Remarque sur les pertes subies à l'occasion d'un krach boursier : le cours d'une action dépend de l'offre et de la demande de cette action sur le marché et il ne concerne que les actions échangées, pas celles qui restent dans les portefeuilles de titres. Les mouvements constatés concernent par définition la valorisation boursière et n'affectent pas la richesse que de ceux qui n'ont pas ou peu d'actions (le marché d'obligations, ou marché du crédit ou encore marché des taux, subit bien évidemment les conséquences des tensions sur le marché d'actions, ce qui se traduit par une forte élévation des primes de risques). Ces mouvements boursiers ont une dimension artificielle importante.*

En cours de journée, le Premier ministre islandais laisse penser que son pays pourrait être pris dans la tourmente bancaire jusqu'à risquer la faillite : le système financier islandais est le facteur essentiel de l'activité et de la croissance du pays, il est hypertrophié et la banque centrale n'est pas en mesure d'y jouer le rôle de PDR (de plus, l'inflation y est de 15% et la couronne islandaise a perdu 45% en un

L'EURO

mois). De son côté, la première banque américaine, Bank of America, craint une forte baisse de ses résultats et une insuffisance de ses fonds propres, d'où l'annonce d'une augmentation de capital. En soirée, trois des quatre plus grosses banques britanniques font pression sur le gouvernement pour bénéficier d'un plan de soutien, ce qui accroît encore davantage le sentiment de défiance.

Le mardi 7 octobre, les Bourses ouvrent en nette hausse, mais terminent en forte baisse... : le Dow Jones abandonne 5,11% à Wall Street et atteint son plus bas niveau depuis 5 ans ; dans la nuit de mardi à mercredi, le Nikkei perd jusqu'à 9,81% à Tokyo, véritable krach boursier depuis 1987. Les ministres de l'économie de l'UE (Ecofin) tentent difficilement de mettre fin aux divisions entre gouvernements européens en discutant ensemble d'un plafond identique de 50 000 à 100 000 euros pour la garantie des dépôts bancaires et en adoptant des règles similaires pour soutenir efficacement le système financier. Après la nationalisation de Glitnir, l'Islande annonce celle de la deuxième banque du pays (Landbanski). En France, pour élargir leur base de dépôts et faire face aux difficultés rencontrées par Natixis, leur filiale commune, les responsables des Banques populaires et des Caisses d'épargne présentent au Gouverneur de la Banque de France leur projet, dans leurs cartons depuis 2 ans, de fusionner leurs organes centraux. Aux États-Unis, la Fed annonce qu'elle pourrait utiliser une procédure jamais utilisée depuis la crise de 1929, à savoir l'achat de billets de trésorerie, c'est-à-dire des titres offerts sur le marché monétaire par les entreprises privées pour se financer à court terme : cela traduit le souci qu'a la Fed de voir la crise financière se transmettre à l'économie réelle ; la Banque centrale américaine continue par ailleurs, comme ses consœurs, d'alimenter le marché interbancaire en liquidités.

Le mercredi 8 octobre, le gouvernement britannique annonce un plan de soutien qui équivaut à une nationalisation partielle de 8 grandes banques ainsi que l'ouverture d'une importante ligne de crédit (260 milliards d'euros). Selon le 1^{er} ministre britannique, Gordon Brown, « l'heure ne peut pas être à la pensée conventionnelle ou aux dogmes dépassés, mais elle doit être à l'innovation et permettre de s'attaquer au cœur du problème ». Dès le matin aussi, les Bourses européennes suivent le mouvement de baisse sensible donné la veille par Wall Street et surtout par Tokyo. Devant l'aggravation de la panique financière malgré les déclarations faites et les mesures prises, le premier ministre britannique propose aux autres pays de l'UE un plan européen de financement pour l'ensemble du système bancaire. Dans le même temps, deux informations ne peuvent qu'approfondir l'inquiétude. D'abord la réduction de l'activité économique pour le deuxième trimestre consécutif dans la zone euro : celle-ci serait donc entrée officiellement en récession. Ensuite, la perte enregistrée depuis le début de la crise des subprimes par les fonds de pension américains, publics et privés : 2000 milliards de dollars, soit une baisse de 20% !

La crise financière prend un caractère tellement systémique et les risques encourus par l'économie réelle sont à ce point inquiétants que pas moins de 6 banques centrales, la BCE, la Fed, la BoE, et les banques centrales du Canada, de Suède et de Suisse, décident (à 13h, heure de Paris) de manière concertée et inattendue de baisser chacune d'un demi-point son taux directeur, avec la production d'un communiqué commun. Ainsi celui de la BCE passe de 4,25% à 3,75%. La Banque centrale chinoise baisse elle aussi ses taux et la Banque du Japon exprime son soutien appuyé à cette action. *Cet important assouplissement monétaire est rendu possible par un contexte d'inflation plutôt favorable. Le danger que fait d'ailleurs courir à l'économie mondiale la situation actuelle serait d'ailleurs plutôt celui de la déflation que celui de la stagflation. D'ailleurs, on peut se demander si, face aux engagements que la crise les amène à prendre, les pouvoirs publics ne sont pas obligés de laisser un peu filer l'inflation pour résoudre leurs problèmes de financement : entre deux maux, il faut savoir choisir le moindre... D'ailleurs, on constate dans la zone euro que la hausse annualisée de l'agrégat M3 est supérieure à 8,5%, même si l'inflation a baissé et atteint 3,2% en rythme annuel en ce mois d'octobre. Grâce à l'actuelle baisse importante des prix de l'énergie, ce taux d'inflation baissera même à 2,1% en novembre.*

Mais cette annonce exceptionnelle ne parvient pas à rassurer les places européennes, elle n'empêche malheureusement pas les cours boursiers de continuer à baisser, après une très courte petite reprise : le CAC 40 termine la journée sur une baisse de 6,39% à 3493 points. Devant cette irrationalité évidente des marchés, le Président de la BCE les exhorte : « reprenez vos esprits (...) Le pessimisme excessif est très mauvais conseiller ». Lors du débat à l'Assemblée nationale, F. Fillon annonce la mise en place d'une structure de droit public – la Société de prises de participation de l'État, SPPE, rattachée à l'Agence des participations de l'Etat, APE – pour soutenir financièrement et sans délai les banques en difficulté, y compris par des prises de participation. Par ailleurs, le FMI estime que le

L'EURO

montant global des pertes subies jusqu'à maintenant par les banques est de 1400 milliards de dollars, que la croissance de l'économie mondiale va ralentir significativement pendant plusieurs mois et il considère que le choc actuel est le plus grave depuis les années 1930.

Deux remarques sont à faire ici. D'abord, le problème essentiel, au-delà de la perte généralisée de confiance, est une course effrénée à la liquidité, causée à la fois par la panique et la spéculation, par la course au désendettement et par les restrictions de crédit : les acteurs en besoin de financement, ne pouvant s'endetter normalement et répugnant à se procurer des fonds en Bourse, trouvent la liquidité dont ils ont besoin en vendant des actifs, dont les cours s'en trouvent alors d'autant plus déprimés. La baisse des taux directeurs a précisément pour objet principal d'éviter le « credit crunch ». Ensuite, faire le maximum pour que la crise financière ait le moins d'impact possible sur l'économie réelle est d'autant plus décisif qu'une crise de l'économie réelle aurait à son tour des conséquences négatives sur la sphère financière, d'où la naissance d'un cercle très vicieux. La crise financière a d'abord des conséquences quantitatives sur la sphère réelle. Plusieurs effets négatifs interviennent ensemble : l'effet des restrictions de crédit, l'effet richesse négatif sur les dépenses des ménages et sur les possibilités d'endettement des entreprises, l'effet de l'endettement des nombreuses entreprises qui fait fuir les investisseurs, l'effet psychologique dépressif sur le moral des différents agents économiques et donc sur leurs anticipations, d'où un impact défavorable sur leurs décisions. La crise financière a également des conséquences qualitatives sur la sphère réelle. La crise financière conduit à de nombreuses restructurations tous azimuts et à d'importantes réallocations des placements : on peut s'attendre à ce que les investissements délaisSENT les secteurs qui souffrent ou risquent de souffrir le plus de la récession (l'immobilier, le bâtiment, l'automobile, le pétrole) et priviléGENT au contraire les secteurs qui seront les moins touchés (la pharmacie, l'agroalimentaire, les télécommunications et toutes les activités en liaison avec l'environnement).

Au Royaume-Uni, le gouvernement fait une double annonce avant même l'ouverture des marchés : il nationalise partiellement plusieurs établissements à hauteur de 50 milliards de livres et surtout il ouvre une ligne de crédit de 200 milliards de livres pour garantir les prêts interbancaires, de façon à ce que les banques acceptent de se prêter à nouveau. Plusieurs experts donnent à ce comportement anglais une grande importance car il marque un changement profond de conception et de position, à la fois vis-à-vis des États-Unis et vis-à-vis de l'Europe, surtout que le Plan européen que des responsables de plus en plus nombreux appellent de leurs vœux pourrait s'inspirer du plan britannique.

Le jeudi 9 octobre s'ouvre avec des Bourses plutôt bien orientées mais la journée se finit plus mal qu'elle a commencé : le CAC 40 termine en chute à 3442 points, au moment où Wall Street ouvre en baisse. De plus, la situation de l'Islande reste grave malgré la nationalisation des principales banques, au point de suspendre tous les échanges boursiers jusqu'au mardi suivant ; et des rumeurs pessimistes commencent à se répandre sur celle de la Hongrie : après l'insolvabilité des ménages, puis celle des banques, voici que se pose la question de l'insolvabilité de certains États (la Hongrie, de même que d'autres pays d'Europe centrale manifestent de plus en plus leur désir d'adhérer au plus vite à l'euro dans la mesure où la crise soumet leurs monnaies nationales à de fortes turbulences). La situation de Dexia, pourtant en partie nationalisée, reste également préoccupante : comme ses consœurs ne veulent pas lui prêter par manque total de confiance, les gouvernements français, belge et luxembourgeois garantissent les emprunts qu'elle doit faire sur les marchés. Et il en est également de même pour l'ex-premier assureur mondial AIG, pourtant quasi-nationalisé lui aussi par l'État américain : AIG a besoin d'une importante rallonge au plan de sauvetage du milieu du mois de septembre. Cela ne manque pas de raviver l'inquiétude qu'ont déjà les marchés à propos des risques qu'ont pris les différentes compagnies d'assurances dans leurs placements.

Le vendredi 10 octobre se produit un véritable krach boursier. À Paris, le CAC 40 baisse de 7,73% (en tombant à 3176,49 points), ce qui représente une chute de 22,2% sur une semaine ; celle du Dow Jones est de 18%. La Bourse de Londres perd 10% en huit minutes à son ouverture. À Tokyo, le Nikkei baisse de 9,62%.

C'est ce même vendredi que les ministres des finances du G7 se réunissent à Washington : un plan d'action d'envergure est adopté de manière consensuelle. Le communiqué présente cinq points, dans un texte court mais clair et précis. Le premier de ces points vise l'engagement pris par tous les pays signataires de protéger de la faillite toutes les institutions financières. Le deuxième souligne la volonté de débloquer le crédit et le marché interbancaire en fournissant aux banques toutes les liquidités nécessaires. Le troisième concerne la garantie promise aux épargnants. Le quatrième avance la possibilité de recapitaliser les institutions en difficulté. Le cinquième admet la nécessité de revoir la qualité des normes comptables. Le texte précise aussi que toutes ces actions seront menées avec le

L'EURO

souci de protéger les contribuables et qu'il apporte son soutien au FMI pour que celui-ci assiste les pays mis à mal par la crise. Par conséquent, on retrouve grossièrement l'essentiel des mesures qu'avait proposées la déclaration du G4 la semaine précédente.

Le dimanche 12 octobre, réunion, à Paris et sous la Présidence française, des chefs d'Etat et de gouvernement des pays de la zone euro, en présence du Président de la BCE et du Premier ministre britannique Gordon Brown, dont le plan lancé dans son pays sert en quelque sorte de modèle en Europe comme aux États-Unis (lequel plan britannique prend lui-même pour exemple la stratégie que la Suède a développée au début des années 1990 pour faire face à la crise immobilière causée par la dérégulation des activités financières au milieu des années 1980). Ainsi, un plan de 1300 milliards d'euros est décidé pour sauver le système bancaire et financier européen, dans le sillage du plan adopté par le G7 l'avant-veille. Les participants affirment leur volonté d'agir de manière concertée ; d'ailleurs, les pays décident de préciser dès le lendemain, de manière simultanée, comment ils comptent utiliser la boîte à outils que prévoit ce plan en tenant compte de leurs spécificités.

Une cellule de crise doit être mise en place pour renforcer la concertation et la coordination des actions.

Le lundi 13 octobre, comme décidé au niveau européen la veille, le Président Sarkozy, pour la France, présente à l'issue du Conseil des ministres extraordinaire qui vient de l'adopter, le plan de sauvetage des banques (ce plan sera adopté en urgence le lendemain par les députés).

Ce plan prévoit en particulier, sur une somme globale de 360 milliards d'euros

- une garantie "payante" (pour éviter effets d'aubaine et distorsions de concurrence) des prêts interbancaires à hauteur de 320 milliards d'euros, par l'intermédiaire d'une « caisse de refinancement » qui fournira jusqu'à fin 2009 des financements à moyen terme, la BCE se chargeant bien évidemment toujours du refinancement à court terme ;
- et 40 milliards d'euros pour la recapitalisation des banques en difficulté, par l'intermédiaire de la SPPE.

Trois remarques à propos de ce plan de sauvetage. D'abord, la Caisse de refinancement et la SPPE trouveront les moyens nécessaires en empruntant sur les marchés, autrement dit auprès des investisseurs institutionnels (fonds de pension, caisses de retraite, ...) et aussi auprès des banques centrales. Ensuite, malgré l'importance de l'enveloppe de ce plan, il n'est pas concevable que l'État puisse se porter au secours de l'ensemble de notre système bancaire quand on sait que le total du bilan consolidé des banques françaises équivaut à 3,5 fois notre PIB ! De toute façon, et c'est la troisième remarque, il est douteux que les banques fassent officiellement appel à l'aide de l'État car ce serait un signal pessimiste donné aux clients, ce qui pourrait susciter des mouvements de panique : en cas de besoin, elles préféreront sans doute recourir aux fonds souverains.

Les enveloppes des plans nationaux de sauvetage sont relativement proportionnelles aux PIB : pour l'Allemagne, on a un total de 480 qui se ventile en 400 pour la garantie des prêts interbancaires et 80 pour la recapitalisation ; pour le Royaume-Uni, on a respectivement 384, 320 et 64 ; pour l'Italie, 40 consacrés entièrement à la recapitalisation et pour l'Espagne 100 entièrement consacrés à la garantie.

Sitôt les plans de sauvetage européens annoncés, toutes les Bourses enregistrent de fortes hausses, parfois même historiques : à Paris, le CAC 40 fait un bond de 11,18%, ce qui est un record depuis sa création. À Francfort, on enregistre même une hausse de 11,40%. Autrement dit, les Bourses sur-réagissent autant la hausse qu'à la baisse, et ce dans l'espace de quelques jours seulement et même de quelques heures comme cela peut se constater au cours de la même journée : leur volatilité et leur nervosité sont extrêmes.

Le mardi 14 octobre, le Président Bush et son secrétaire au Trésor H. Paulson sont obligés de dégager 250 milliards de dollars sur les 700 du plan présenté en début de mois pour recapitaliser 9 banques américaines parmi les plus importantes, dont Citigroup, JP Morgan Chase, Bank of America, Goldman Sachs et Morgan Stanley, les deux dernières banques d'affaires indépendantes.

Privée de ses principales valeurs financières suite aux nationalisations de la semaine précédente, la Bourse islandaise ouvre en chutant de 76% !

Le mercredi 15 octobre se réunit pour deux jours à Bruxelles un Sommet européen au cours duquel les 27 adoptent les mesures adoptées dimanche par les pays de la zone euro. Il est même décidé d'étendre ces mesures à l'ensemble des pays de l'UE. Par contre, il n'y a pas consensus pour créer un superviseur bancaire européen.

Ce sommet européen débute alors que les Bourses commencent la journée en affichant des baisses qui tranchent nettement avec les hausses records des deux jours précédents : après avoir été plutôt rassurés sur la crise financière grâce à

L'EURO

l'implication des États et des Banques centrales, les investisseurs commencent à craindre que la récession amorcée au printemps soit profonde, longue et mondiale. Il faut dire que beaucoup d'indicateurs publiés sur la situation de l'économie réelle sont orientés un peu partout à la baisse (voir les cartes publiées par le FMI). On peut dire que ce jour du mercredi 15 est le vrai « coup d'envoi » de la crise économique et donc sociale puisque les inquiétudes concernant l'économie réelle prennent désormais le pas sur celles concernant la sphère financière (l'OIT estime que le nombre de chômeurs dans le monde pourrait augmenter d'ici fin 2009 de 20 millions de personnes pour dépasser le seuil des 200 millions au total). D. Strauss-Kahn, directeur général du FMI, souligne les dangers que peuvent représenter les graves conséquences sociales de l'aggravation de la situation économique et donc de l'emploi et des conditions de vie. Les gouvernements et les marchés feraient bien d'y être particulièrement attentifs.

Même si la crise économique et sociale prend maintenant le pas sur la crise financière, celle-ci n'est pas finie : de nombreux hedge funds sont en difficulté et cela représente une grave menace. Parce que leurs clients les délaisSENT au profit de placements plus sûrs et que les banques les forcent à réduire le formidable endettement sur lequel ils fondent leur fameux effet de levier, les hedge funds sont entraînés dans une course à la liquidité, ce qui se traduit par des ventes massives sur les marchés actions, ce qui est une explication importante de la débâcle boursière actuelle (en un an, entre le début et la fin de l'année 2008, un hedge fund sur trois a disparu -application à la finance de la loi de Darwin- et la moyenne des rendements a été de -19%).

Remarque : cette crise des hedge funds se répercute mécaniquement sur les fonds de pension qui, par souci de diversifier les risques, ont fait des placements dans ces organismes ; cela s'ajoute au souci qu'ont les fonds de pension de protéger l'épargne de leurs déposants, ce qui les amène les fonds à vendre. Les pays émergents sont eux aussi incités à vendre pour sauver les investissements qu'ils ont faits dans les pays occidentaux. Ainsi, la déprime boursière actuelle s'explique par le fait qu'il y a beaucoup de vendeurs et très peu d'acheteurs.

Cela dit, les hedge funds, qui sont, contrairement à ce que laisse penser leur nom, des fonds spéculatifs personnifient bien le capitalisme financier qui sombre aujourd'hui « dans l'ubris, la cupidité et le conformisme » pour reprendre les mots de Pascal Bruckner dans son bel article « l'inévitable métamorphose » (Le Monde du 16 octobre). En dix ans, leur nombre a été multiplié par plus de 3 et la valeur des actifs qu'ils gèrent par plus de 10. Le cas des hedge funds est intéressant non seulement à ce moment du déroulement de la crise mais pour l'après-crise : on peut en effet se demander s'ils ne parviendront pas à contourner les nouvelles réglementations comme ils sont parvenus à transgresser les règles actuelles (Z. Bauman, professeur de sociologie émérite à l'Université de Leeds, en Grande-Bretagne, répond à cette question en exprimant un point de vue très critique dans une interview donnée aux « Enjeux-Les Échos » de novembre 2008 : « Toutes les mesures prises par les autorités fédérales américaines, en totale contradiction avec leurs précédentes professions de foi, visent à sauver les puissants de la catastrophe qu'ils ont précipitée sur les plus faibles, et à leur permettre de se remettre de ce hoquet pour continuer à jouer avec encore plus de vigueur, de détermination et de profit au grand jeu de la mondialisation »). Le même genre de réflexion, et donc d'inquiétude, vaut aussi pour les fonds d'investissement, les « private equities », sociétés de capital-risque et de capital-investissement qui effectuent des placements dans des sociétés non cotées, donc en dehors des contraintes de la Bourse (certains les appellent les « fonds vautours »). « C'est pourquoi il serait insuffisant de se contenter de mesures conjoncturelles, seraient-elles nécessaires, et naïf de croire que des mesures structurelles de régulation du même système seront suffisantes. Cette crise doit nous conduire à ouvrir la boîte noire de la logique du développement de nos sociétés et à réinterroger la pertinence des indicateurs avec lesquels nous mesurons nos progrès et définissons nos choix collectifs » (Dominique Méda et Vincent Peillon, Le Monde du 17 octobre 2008).

Une autre réflexion importante à faire concerne les liens entre la sphère économique et la sphère financière. Dire que la crise financière se propage à la sphère réelle laisse penser que la première est coupable des maux dont la seconde est victime. On peut soutenir tout aussi bien que la forme du capitalisme qui est en cause aujourd'hui crée depuis les années 1980 une relation réciproque entre l'économie réelle et la finance de marché, avec comme principe directeur le nouveau gouvernement d'entreprise. Comme le montre bien R. D'Aveni, la concurrence se caractérise désormais par une « hypercompétition » qui se base sur une innovation perpétuelle dans le but d'éliminer les concurrents qui ne parviennent pas à suivre. Or, cette course sans répit à l'innovation conduit à chercher toujours davantage des capitaux, en promettant des retours sur investissements de plus en plus mirifiques. Cette hypercompétition conduit à une véritable « création destructrice » pour reprendre le titre d'un ouvrage de J. Prades qui montre que le raccourcissement du cycle de vie des produits et le renouvellement continual des gammes détruisent plus de valeur qu'ils n'en créent. La sphère réelle aurait donc sa part de responsabilité dans les dérapages actuels de la finance.

À Paris, le CAC 40 termine la journée sur une baisse de 6,82% à 3381 points et à Francfort le Dax baisse de 6,49%. En soirée, Wall Street plonge : le Dow Jones chute de 7,87%, le plus mauvais score depuis 21 ans (1987) ; et à Bruxelles, les Européens proposent la réunion, à New York à la fin de l'année, d'un sommet mondial anti-crise, en y associant les pays émergents, pour réformer en profondeur le système financier.

L'EURO

Le jeudi 16 octobre confirme la chute importante des Bourses commencée la veille : se produit à Tokyo un véritable krach puisque le Nikkei « dévisse » de 11,41% (la Bourse de Séoul baisse de 9,4%). Le CAC 40 continue de baisser et termine la journée avec - 5,92% : son rebond de début de semaine est complètement effacé et il retrouve le niveau d'août 2003. Les autres Bourses européennes sont également en perte.

Ces fortes réactions boursières signifient que les investisseurs anticipent une récession qui pourrait être longue. N'oublions pas, comme le rappelle P.-A. Delhommais (Le Monde du 17/10/2008), que Wall Street a dû attendre 1954 pour retrouver son niveau de septembre 1929 et que l'indice Nikkei vaut aujourd'hui 8 500 points contre 40 000 fin 1989, avant l'entrée en déflation de l'économie japonaise.

Le système financier suisse est lui-même fragilisé : il faut aider la première banque du pays à renforcer ses fonds propres.

La Commission européenne propose de relever à 100 000 euros, pour un an, le montant minimum de garantie des dépôts bancaires des particuliers.

De leur côté, les régulateurs comptables européens décident d'assouplir les normes comptables bancaires.

Le prix du pétrole poursuit sa baisse : le prix du brent passe sous les 70\$ à Londres et à New York, le plus bas niveau depuis 16 mois : en un peu plus de 3 mois, le prix du baril de pétrole est ainsi divisé carrément par 2 !

Comme le sommet européen se termine avec le spectre d'une forte récession, les chefs d'État et de gouvernement annoncent, avant de se quitter, qu'ils prendront les mesures nécessaires pour soutenir la croissance et l'emploi et qu'ils demandent à la Commission de « formuler d'ici la fin de l'année des propositions adaptées, notamment pour préserver la compétitivité internationale de l'industrie européenne. Mais l'idée d'un plan de relance généralisé au niveau européen, lancée par le chancelier autrichien, n'est pas retenue, par crainte d'aggraver les déficits publics.

La journée se termine sur une bonne surprise : la Bourse de New York ferme sur une forte hausse (le Dow Jones gagne 4,68%). *Après un mercredi catastrophique, ce changement de cap montre que la Bourse est particulièrement hésitante, sans doute parce que les investisseurs sont partagés entre d'un côté des informations conjoncturelles nettement pessimistes et de l'autre les décisions récentes des autorités publiques au niveau mondial qui montrent qu'elles ont la ferme volonté de restaurer la confiance.*

Le vendredi 17 octobre : les Bourses sont toujours les proies d'une instabilité et d'une nervosité exceptionnelles (l'indice Vix qui mesure le degré de volatilité de Wall Street, appelé « indice de la peur », bat cette semaine des records historiques). À Paris, l'évolution du Cac 40 ne connaît pas moins de cinq phases au cours de cette seule et même journée : d'abord à l'ouverture une forte hausse de 4,40%, puis l'effacement quasi-intégral de ces gains vers midi, avant de remonter vers 14h, pour redescendre vers l'équilibre à 15h30 et enfin un rebond vers la clôture pour terminer avec une hausse de 4,68%.

Le Commissaire européen au commerce intérieur estime qu'il y a « un besoin urgent de la mise en place d'une chambre de compensation centralisée » pour contrôler les négociations pourtant sur les produits opaques et spéculatifs qui jouent un rôle déterminant dans la crise financière, comme en particulier les CDS, « Credit Default Swaps ».

En France éclate une bombe : le groupe des Caisses d'épargne de l'Écureuil annonce avoir perdu 600 millions d'euros sur les marchés. Lors de l'enquête, la somme perdue est portée à près de 700 millions et ce sont de graves défaillances du contrôle interne qui sont dénoncées.

Le samedi 18 octobre, G. Bush reçoit à Camp David N. Sarkozy (Président en exercice de l'UE) et J.M. Barroso (Président de la Commission européenne) : il accepte la proposition de réunir le plus tôt possible avant Noël un Sommet mondial pour jeter les bases d'un nouveau système financier international et même d'un nouvel ordre économique mondial (le mercredi 22, la Maison Blanche annonce la tenue d'un premier sommet du G20 le 15 novembre dans les environs de Washington).

Le dimanche 19, le gouvernement néerlandais recapitalise à hauteur de 10 milliards d'euros ING, le premier établissement financier du pays, dont le cours avait baissé de 27% en la seule journée du vendredi.

Le lundi 20 octobre, plusieurs annonces sont faites. Sur le plan international, le FMI et un certain nombre de banques centrales se porteraient au secours de l'Islande pour lui éviter la faillite (notons que s'allonge de plus en plus la liste des pays qui réclament l'aide du FMI : la Hongrie, le Pakistan,

L'EURO

l'Ukraine, la Biélorussie, la Croatie, l'Albanie, la Macédoine, la Serbie,...). Sur le plan national français, deux annonces sont faites. D'une part, la Ministre de l'économie informe que l'État va apporter des quasi-fonds propres, pour 10,5 milliards d'euros, aux six principales banques françaises pour renforcer leur solvabilité (le Crédit Agricole pour 3 milliards, BNP-Paribas pour 2,55, la Société Générale pour 1,7, le Crédit Mutuel pour 1,2, la Caisse d'Epargne pour 1,1 et la Banque Populaire pour 0,95). Bien que les banques françaises ne souffrent pas en réalité d'une insuffisance de fonds propres (leur ratio de solvabilité Tier1 est bien supérieur à la norme officielle de 4% - voir notre document, « Marchés et règles », seconde partie), cette décision est prise sous la pression des marchés. En effet, ceux-ci, suite à une analyse de Merrill Lynch, estiment, par une forte baisse des cours des banques françaises, que dans le contexte actuel les banques doivent avoir un ratio de solvabilité calculé à partir du Tier1 proche de 8-9%. Cette décision a pour impact direct, dès le lendemain, une hausse de 13% des cours des banques françaises. D'autre part le Premier ministre obtient des banques qu'elles s'engagent à augmenter de 3% à 4% par an les encours de crédit pour les particuliers et les PME (alors que le rythme annuel de la progression des crédits était de +8% ces derniers temps) et débloque une enveloppe de 5 milliards d'euros (financés pour moitié par la CDC et pour moitié par les banques) pour soutenir les collectivités territoriales. L'augmentation des encours de crédit doit éviter que l'économie réelle ne soit victime d'un véritable « credit crunch ». De ce point de vue, les informations sont inquiétantes, en particulier dans le domaine de l'immobilier et par conséquent du bâtiment : les crédits immobiliers ont subi une baisse de 26,3% en valeur au cours du troisième trimestre (contre -11% au premier semestre), et les taux d'intérêt ont régulièrement augmenté pour retrouver leur niveau de début 2002, à un peu plus de 5%. Le soutien des collectivités territoriales est quant à lui d'autant plus nécessaire (sera-t-il d'ailleurs suffisant ?) leur endettement est constitué pour 22% de produits structurés qui comportent forcément une certaine dose de titres toxiques. C'est d'ailleurs également le cas de l'endettement des centres hospitaliers et d'au moins une vingtaine d'organismes HLM.

Le mardi 21, N. Sarkozy, en tant que Président en exercice de l'UE, parle devant le Parlement européen à Strasbourg. Il exprime 4 souhaits au moins : celui de la mise en place d'un gouvernement économique européen digne de ce nom, qui pourrait être joué par un Eurogroupe au niveau des chefs d'Etat et de gouvernement ; celui de la constitution de fonds souverains nationaux qui pourraient se coordonner en cas de besoin ; celui du soutien à apporter à l'industrie européenne ; et celui d'une lutte efficace contre les paradis fiscaux qui existent au cœur de l'Europe.

En Argentine, les retraites par capitalisation souffrent énormément de la crise financière : le gouvernement envisage de nationaliser les fonds de pension. D'ailleurs les systèmes de retraites par capitalisation sont en crise partout : certains experts estiment que les fonds de pension américains ont perdu à ce jour au moins 1 000 milliards de dollars. Certes, les pertes ne deviennent réelles que s'il y a vente des actifs, et les fonds de pension font des placements de long terme, mais non seulement la crise financière laissera forcément des traces dans les bilans des fonds, de même que dans ceux des banques et des entreprises, mais de plus les fonds ont constamment besoin de liquidités pour servir les pensions actuelles : on doit donc envisager, mise à part la nationalisation quand les fonds sont privés, une augmentation des cotisations (spécialement pour les fonds à prestations définies) et/ou une réduction des pensions (spécialement pour les fonds à cotisations définies) et, de toute façon, un prolongement de la vie professionnelle.

Deux remarques à ce propos :

- *On évoque souvent en France les pertes qu'enregistre à l'occasion de la crise le Fonds de réserve des retraites – le FRR. Mais en réalité, ce fonds est abondé par l'État pour combler le déficit qu'enregistrera le régime général des retraites à l'horizon 2020 : on ne peut pas connaître à l'avance quel sera en définitive le montant de sa capitalisation à ce moment-là (voir notre document sur les systèmes de retraite).*
- *D'un point de vue générationnel, la crise immobilière et boursière touche en priorité ceux qui ont des patrimoines constitués d'immeubles et d'actions, c'est-à-dire les seniors. La crise a ainsi un effet redistributif des seniors vers les plus jeunes. En plus, les doses massives de liquidités et autres plans de sauvetage qui tentent depuis plusieurs mois de donner de l'oxygène au système bancaire et de soutenir l'économie auront nécessairement pour conséquence de relancer l'inflation, qui a elle aussi un effet redistributif à l'encontre des patrimoines des seniors et en faveur des plus jeunes qui s'endettent.*

L'EURO

Après une forte hausse la veille, Wall Street termine la soirée de ce mardi par une chute, suite à la publication d'informations peu encourageantes sur l'état de santé de plusieurs entreprises importantes, en particulier dans le secteur des nouvelles technologies : le Dow Jones baisse de 2,50% et le Nasdaq de 4,14%.

Le mercredi 22, les Bourses asiatiques et européennes suivent l'évolution de la veille au soir de Wall Street, surtout que la récession se confirme en Europe, que l'on craint de plus en plus ses conséquences sur les résultats des entreprises et que les BRIC sont également touchés par le ralentissement (la croissance prévue de la Chine passe en dessous de 10%) : les Bourses affichent des baisses sensibles (Tokyo perd 6,79%, Paris 5,10% – à 3298 points-, Francfort et Londres 4,46%, et Madrid 8,16%). En soirée, Wall Street baisse aussi énormément : le Dow Jones perd 5,41% et le Nasdaq 4,88% (notons que la Bourse de Buenos Aires plonge de 16,9%).

L'euro est lui aussi en forte baisse (il tombe même à moins de 1,28\$) ; le prix du baril de pétrole aussi, qui est sous les 70\$.

Le jeudi 23, en visite près d'Annecy, N. Sarkozy dévoile un plan ambitieux en faveur de l'investissement et de la compétitivité. Pour le secteur privé, il prévoit de soutenir les entreprises industrielles pour leur éviter d'être déstabilisées par des opérations prédatrices avec la création prochaine d'un fonds stratégique d'investissement (FSI), une sorte de fonds souverain, qui sera détenu à 51% par la CDC et à 49% directement par l'État (*remarquons à ce propos que la CDC joue déjà depuis longtemps un rôle de fonds souverain puisqu'elle contrôle entre 2,5% et 5% du capital des 25 premières entreprises du CAC 40...*). N. Sarkozy donnera des précisions le 20 novembre : ce « fonds d'investissement stratégique d'intérêt national » sera doté de 20 milliards d'euros dont 6 immédiatement disponibles pour prendre des participations minoritaires dans de grandes entreprises du CAC 40, de façon à les protéger de toute OPA hostile, et pour investir dans des PME à fort potentiel. La création de ce fonds appelle au passage trois remarques : il montre à sa façon un certain retour de la politique industrielle ; il n'est pas un « vrai » fonds souverain dans la mesure où la France est actuellement en déficit extérieur ; son montant est modeste par rapport à ceux des autres fonds souverains.

Le Président Sarkozy prévoit aussi d'exonérer de la taxe professionnelle pour tout investissement nouveau fait en France jusqu'au 1^{er} janvier 2010. De plus, l'Etat devrait injecter sur les trois années qui viennent 175 milliards d'euros d'investissements directs dans l'activité économique, en particulier dans l'économie numérique et les technologies propres.

Par ailleurs, toujours soucieux du comportement des banques en matière d'octroi de crédits, le Président de la République annonce la création d'un « médiateur du crédit » pour suivre, département par département, la manière dont les prêts sont accordés par les banques.

En fin de semaine, le vendredi 24, tout dégringole.

. Les Bourses asiatiques et européennes sont toutes en baisse et parfois très nettement : le CAC 40 clôture sur une baisse de 3,54% après avoir chuté en milieu de journée de plus de 10% en passant sous la barre psychologique des 3 000 points. *Quand on analyse les composantes du CAC 40, on s'aperçoit que, pour une bonne moitié des valeurs, la capitalisation boursière est inférieure aux capitaux propres et pour de nombreuses grandes entreprises la capitalisation boursière est inférieure à la valeur de leur outil de travail : c'est la preuve que l'on est en pleine irrationalité.* À New-York, la cotation du Dow Jones termine sur un recul de 3,59%. Depuis le début de l'année, les différentes places boursières enregistrent des baisses considérables sur leur indice phare : - 36,83% pour le Dow Jones, - 39,86% pour le Footsie, - 43,11% pour le CAC 40, - 46,75% pour le DAX, - 46,97% pour l'Eurostoxx, - 50,03% pour le Nikkei, - 54,63% pour le Hang Seng (à Hong Kong). *Dans son édition du 26-27 octobre, Le Monde estime que depuis le début de l'année les places boursières ont ainsi perdu pratiquement la moitié de leur capitalisation boursière, soit environ 25 000 milliards de dollars, ce qui représente près de deux fois le PIB des États-Unis. D'autres calculs estiment que la perte subie par les valeurs du CAC 40 depuis le début de l'année s'élèvent à plus de 600 milliards d'euros.*

. L'euro commence la journée en descendant jusqu'à 1,2497 \$, son plus bas niveau depuis deux ans, avant de repasser un peu au-dessus de 1,25. La monnaie européenne plonge aussi face à la monnaie japonaise qui est considérée actuellement comme une monnaie refuge ; en effet, face au yen le dollar atteint quant à lui son plus bas niveau depuis 13 ans. Or, l'économie japonaise ne va pas beaucoup mieux que les économies américaine et européenne mais il semble que les banques nippones soient

L'EURO

davantage à l'abri des subprimes : les investisseurs appliquent donc le précepte selon lequel « entre deux maux, il faut choisir le moindre ».

. Le prix du baril continue sa décrue : il cote 62\$ à Londres, son plus bas niveau depuis 1 an et demi. Ce qui fait réagir les pays de l'OPEP (40% de l'offre mondiale de pétrole) qui se réunissent d'urgence à Vienne pour décider d'une limitation de leur production.

. Indiquons que ce vendredi se tient à Pékin le 7^{ème} sommet de l'ASEM (Forum Asie-Europe) : la déclaration commune se prononce pour une « réforme réelle et de fond des systèmes internationaux monétaire et financier » et pour que le FMI y joue un « rôle important ».

La dernière semaine du mois d'octobre commence aussi mal que s'est terminée la semaine précédente. Le lundi 27, tout baisse.

D'abord les Bourses. Tokyo retrouve son niveau de 1982. Après être passé sous la barre des 3 000 points en cours de journée, le CAC perd 3,96%, ce qui lui fait retrouver son niveau d'il y a plus de cinq ans. Quant au Dow Jones, après une journée entière passée à faire du yo-yo et après avoir enregistré de belles hausses, il termine sur une nette baisse de 2,42% : cela prouve que les investisseurs hésitent entre les informations pessimistes sur la récession et les bonnes affaires à faire...

Ensuite, le prix du baril passe sous les 60\$. On peut se demander, si, dans le cas d'une récession mondiale qui s'aggraverait, il ne pourrait pas y avoir un contre-choc pétrolier...

Enfin, l'euro tombe à 1,2328\$, son plus bas niveau depuis 2 ans. *On peut donc se demander si l'évolution de l'euro ne crée pas des difficultés à ceux qui ont spéculé sur la valeur de la monnaie européenne : une crise du marché des changes peut-elle alors s'ajouter au tableau déjà sombre de la période actuelle ?*

Par ailleurs, à l'occasion d'une conférence faite à Madrid, le Président de la BCE considère qu'il est « possible que le Conseil des gouverneurs abaisse une nouvelle fois les taux directeurs lors de sa prochaine réunion, le 6 novembre ». *D'une part, la baisse du prix du pétrole éloigne le risque de tensions inflationnistes et l'augmentation du chômage éloigne celui des effets de second tour, et d'autre part une baisse des taux peut être la bienvenue dans un contexte de récession.*

Le mardi 28, les Bourses reprennent des couleurs : la déclaration de J.-C. Trichet de la veille leur fait en effet nettement anticiper une baisse des taux. Paris termine en gagnant 1,55% (le CAC 40 vaut 3114,92 points), Londres 1,92%, Francfort 11,28%.

La Bourse de New York fait un bond de 10,88% : on annonce la baisse imminente du taux directeur de la Fed. *Cette annonce, jointe à la déclaration de J.-C. Trichet donne de l'espoir aux investisseurs sur les chances de limiter la récession.*

Le mercredi 29, sur la lancée de Wall Street, les Bourses continuent à regagner du terrain : Tokyo + 7,74%, Paris + 9,23% (le CAC 40 monte à 3402,57 points), Londres + 8,05%.

La Fed annonce la baisse de son taux directeur à 1% (qui revient ainsi à son niveau de mi-2004) ainsi que celle de son taux d'escompte à 0,25%. La Banque centrale chinoise baisse également ses taux directeurs ; c'est la 3^{ème} baisse en 6 semaines. L'euro remonte lui aussi : il passe au-dessus de 1,28\$.

Le jeudi 30, D. Strauss-Kahn, Directeur général du FMI, dévoile au journal Le Monde (daté du 31) un plan anti-crises. « Je proposerai ainsi au G20 un plan de nouvelle gouvernance, ou “global regulation strategy”, autour des cinq axes suivants :

1/ Mettre au point un prêt nouveau qui permette de soulager les problèmes de liquidités à court terme que rencontrent certaines économies (...)

2/ Augmenter les ressources du FMI qui peuvent devenir insuffisantes face à l'ampleur des besoins à moyen terme : c'est ce que propose Gordon Brown.

3/ Tirer les leçons des politiques économiques qui ont conduit à ces “bulles” à répétition dont l'éclatement détruit l'économie réelle : c'est la mission qui nous a été confiée, il y a quelques jours, par les 185 pays membres du Fonds.

4/ Surveiller la mise en place des nouvelles régulations financières élaborées avec le FMI, par le Forum de stabilité financière, qui regroupe principalement les grandes banques centrales.

5/ Aider à repenser un système mondial plus cohérent parce que plus simple, plus efficace parce que plus coordonné. Au-delà de son rôle de pompier et de maçon, le FMI peut avoir aussi, pour un temps, un rôle d'architecte ».

De son côté, N. Sarkozy fait pression sur les banques pour qu'elles ne soient pas frileuses en matière d'octroi de crédit, ce qui accentuerait les risques de récession : il demande au nouveau médiateur du

L'EURO

crédit de rendre publics tous les manquements constatés, département par département. Le Président considère qu'avec les aides de l'Etat apportées au secteur financier, il y a un « pacte moral » passé entre la Nation et les banques.

• Novembre 2008 -> le lundi 3, la réunion à Bruxelles de l'Eurogroupe entérine les dépassements de la norme de 3% de déficit budgétaire en fixant comme objectif un retour à l'équilibre d'ici 2010, et admet d'autant plus les plans nationaux, ciblés et sectoriels qu'est écarté un plan de relance généralisé à l'échelle de la zone. La crise révèle donc que l'Europe manque cruellement d'un budget fédéral et d'un gouvernement économique. La crise actuelle pourrait-elle avoir de ce point de vue le même effet que celle de 1929 aux États-Unis où le lancement du New Deal s'est traduit par le renforcement du pouvoir central et surtout par la mise en place d'un budget fédéral ? Une relance européenne s'impose d'autant plus que l'économie américaine s'enfonce dans la crise de plus en plus car le moteur de la consommation des ménages américains, qui a fonctionné puissamment dans la croissance mondiale de la période précédente, s'est maintenant arrêté.

La journée du 4 est marquée par la victoire de Barack Obama aux élections présidentielles américaines.

C'est également le mardi 4 qu'une réunion du conseil Ecofin prépare à Bruxelles la réunion des Chefs d'État et de gouvernement de l'UE du vendredi 7 qui doit elle-même préparer la réunion du G20 prévue à Washington le 15 de ce mois. L'idée principale, défendue par la Présidence française, est de donner au FMI un rôle important dans le renforcement de la régulation financière internationale, ce qui fait craindre à certains, notamment les Anglais, une forme de « surrégulation ».

Le 6, à la suite de plusieurs banques centrales la semaine précédente, la BCE et la BoE baissent leurs taux directeurs : la première d'un demi-point, la seconde d'un point et demi !

Il y a des lendemains qui ne chantent guère : beaucoup d'informations négatives jalonnent en effet cette journée. La ministre française de l'économie révise sérieusement à la baisse les prévisions de croissance pour 2009 (entre 0,2 et 0,5%) et même pour 2010 (pas plus de 2%). Les Bourses asiatiques et européennes sont en forte baisse, suite à la baisse du Dow Jones la veille de 5,05% : Tokyo perd 6,53%, Séoul 7,56% ; Hongkong 7,08% ; le CAC 40 chute de 6,38%, le Footsie de 5,7% et le DAX de 6,84%. Ces baisses sont à la fois la conséquence technique des prises de bénéfices réalisées le lendemain de la victoire de B. Obama et de la persistance des inquiétudes des marchés sur les perspectives économiques, surtout que le FMI vient de faire des prévisions très pessimistes pour 2009. De plus, l'euro recule par rapport au dollar et par rapport au yen. Le prix du baril baisse aussi (le brent est à moins de 58\$ à Londres).

Le vendredi 7, l'ensemble des Chefs d'Etat et de gouvernement de l'UE réunis à Bruxelles donne à N. Sarkozy en tant que Président de l'UE un mandat informel pour la réunion du G20. Ce mandat comporte plusieurs points : le renforcement du rôle de gendarme du FMI (lequel joue déjà ce rôle auprès des pays qui l'appellent à leur secours en leur imposant une stratégie très orthodoxe, en mettant à l'octroi de ses prêts des « conditionnalités », d'où le titre d'un article du journal Le Monde – du 13 novembre – : « Le « méchant » FMI est-il de retour ? »), la régulation des agences de notation, la révision des normes comptables, la surveillance des institutions financières de toutes les sortes et de partout, la réduction des prises de risque et la coordination des régulateurs nationaux. Cette réunion est également le théâtre de négociations sur la question de savoir quels sont les Européens qui seront présents à la réunion du G20, même si l'importance de cette réunion est relativisée par le fait que B. Obama, le Président élu aux États-Unis, sera absent (ce qui explique d'ailleurs que les Européens souhaitent qu'un nouveau sommet se tienne dans une centaine de jours en sa présence).

Le 9, la Chine, dont le taux annuel de croissance est passé en un de près de 12% à 9%, et qui considère qu'un taux minimal de 7% est nécessaire pour assurer la stabilité politique, décide d'adopter une politique budgétaire active (injection sur deux ans de 455 milliards d'euros) et de relâcher modérément sa politique monétaire (il y a eu trois réductions des taux directeurs en trois semaines).

Le 12, le Secrétaire au Trésor américain annonce un changement radical dans la mise en œuvre du plan de sauvetage de 700 milliards de dollars qu'il avait annoncé le 20 septembre. Ce plan, qui devait être essentiellement utilisé pour racheter aux banques leurs titres pourris, servira en définitive à leur injecter directement des liquidités par achat d'actions préférentielles, comme cela a été fait au Royaume-Uni.

L'EURO

La semaine boursière du lundi 10 au vendredi 14 se caractérise pratiquement partout par des chutes, que suscitent les différentes mauvaises nouvelles sur la crise et les perspectives sombres qu'elles font deviner : le Dow Jones perd 4,99%, le CAC 40 5,12%, le Footsie 3,02%, le DAX 4,62 et le Nikkei 1,41%.

Le 15, réunion du G20 à Washington (en fait on en compte 26 : en plus de 21 pays représentés, il y a le président de la commission européenne et les dirigeants de l'ONU, de la Banque mondiale, du FMI et du Forum de stabilité financière) . Cette réunion, pourtant en l'absence de B. Obama, le président récemment élu des États-Unis, est un tournant important pour l'économie mondiale, ce qui explique d'ailleurs qu'on l'appelle d'ores et déjà « un nouveau Bretton Woods. D'abord, parce que le G20 s'est substitué au G7, ce qui prouve que la réponse à la crise mondiale se veut être elle-même mondiale. Ensuite, parce que tous les pays déclarent être « déterminés à renforcer leur coopération et à travailler ensemble pour restaurer la croissance mondiale et réaliser les réformes nécessaires dans les systèmes financiers du monde ». Ils souhaitent une nouvelle régulation. Certes, ils reconnaissent que celle-ci est avant tout du domaine des régulateurs nationaux mais ils affirment aussi qu'il « est indispensable d'intensifier la coopération internationale entre régulateurs et de renforcer les normes internationales où cela est nécessaire ». L'Allemagne est sollicitée pour participer activement au plan de relance de l'économie mondiale mais son gouvernement, pris par des contraintes électorales, défend une position de grande orthodoxie budgétaire.

Les 19 et 20, réunion à Bruxelles des ministres de l'agriculture pour la réforme de la PAC. Dans un contexte peu favorable de chute des cours agricoles, deux conceptions s'affrontent. Celle des pays « les moins agricoles » en faveur des lois du marché et celle des pays « les plus agricoles », comme la France, en faveur du soutien à la production.

La semaine boursière du 17 au 21 enregistre elle aussi des baisses partout à cause de la peur de la déflation, voire de la dépression, et à cause de la crise dans le secteur de l'automobile ; mais ces baisses masquent en réalité une volatilité rarement atteinte. Le CAC 40 baisse de 12,46% en repassant sous la barre des 3000 points et le Dow Jones de 5,31% après un fort rebond le vendredi. Il convient aussi de remarquer que ces baisses sont générales puisqu'elles concernent non seulement les marchés actions mais aussi les produits énergétiques et l'or. Mais ces baisses n'atteignent pas les marchés des dettes souveraines, au contraire. Les obligations d'État et les bons du Trésor apparaissent de plus en plus comme des valeurs refuges pour les investisseurs : leur demande progresse et, mécaniquement, leur rendement faiblit, ce qui fait bien l'affaire des États...

Le 23, le gouvernement américain se porte de toute urgence au secours de Citigroup (ancien numéro mondial de la finance, cette banque géante compte 200 millions de clients...) en injectant 306 milliards de dollars pour garantir des actifs risqués, en particulier immobiliers, et 20 milliards de dollars de recapitalisation, qui s'ajoutent à un montant fourni antérieurement de 25 milliards. C'est la première fois que le gouvernement américain vient ainsi au secours d'une banque universelle puisque les établissements jusqu'ici secourus ont été des banques d'affaires, des établissements de crédit hypothécaire et des assureurs.

La débâcle de Citigroup (chute de 86,50% du cours de son action depuis le 1^{er} janvier) montre que la crise n'a pas fini de laminer les banques. Et c'est partout. En France, la capitalisation boursière de la Société générale a perdu depuis le début de cette année 69,87%, celle du Crédit Agricole 65,49% et celle de BNP-Paribas 49,08%. Comme l'écrit N. Baverez dans Le Monde du 26 novembre 2008, « Les banques furent à l'origine de la bulle spéculative qui s'est constituée autour du crédit, puis le vecteur de la violente contraction de la liquidité, qui menace de se transformer en déflation. (...) Elles constituent le lien entre le krach immobilier, l'effondrement du crédit et la chute des marchés financiers. (...) Les banques demeurent le banc d'essai de la mondialisation. Du fait de leurs caractéristiques, elles ont la nature d'un bien public qui génère des gains de productivité considérables pour l'économie en cas de bon fonctionnement, et des destructions majeures en cas de dysfonctionnement ». Par ailleurs, l'action de Citigroup vaut actuellement environ 4 dollars. Or, les gestionnaires de fonds sont souvent légalement tenus de revendre les actions dont le cours tombe en dessous de 5 dollars : comme ce type de situation se répète fréquemment en ce moment, on peut s'attendre à une aggravation de la chute des cours boursiers.

Le 24, B. Obama tient une conférence de presse, entouré de toute son équipe d'experts économiques (P. Volcker, qui sera nommé le 26 à la tête des conseillers économiques) est cependant absent) : il

L'EURO

annonce que son gouvernement, une fois en place fera un plan de relance avec « hardiesse et célérité ». Il informe aussi que c'est Timothy Geithner, l'actuel gouverneur de la Fed de New-York qui occupera le poste de Secrétaire d'État au Trésor.

Dès cette annonce, jointe à celle des plans anglais et européens, les Bourses réagissent par de fortes hausses : le CAC 40 connaît sa deuxième plus forte hausse historique, + 10,09%, le Footsie + 9,84%, le DAX + 10,34% et le Dow Jones + 4,93%. Mais le mardi, aussitôt, la fièvre boursière retombe...

Le 25, le secrétaire d'Etat au Trésor américain change une nouvelle fois de stratégie. Après avoir changé l'objet de son plan de 700 milliards de dollars, prévu initialement pour reprendre aux banques leurs titres pourris et finalement consacré à leur recapitalisation, il revient à son idée initiale en annonçant 800 autres milliards de dollars, financés par la Fed et donc la planche à billets, pour consolider à nouveau Fannie Mac et Freddie Mac (600 Mds) et pour soutenir le crédit à la consommation et à l'investissement (200 Mds).

Le 26, la Commission européenne propose, en prévision du sommet européen des 11 et 12 décembre, un plan de relance économique à l'échelle de l'Union européenne de 130 milliards d'euros, ce qui représente 1,5% du PIB européen. Mais seulement 30 milliards (0,3% du PIB) concerneraient le budget communautaire, le reste revenant aux États membres, et la commission accepte pour cela que les États renoncent temporairement aux critères du PSC. Ce plan mêle des mesures de politique d'accroissement des dépenses publiques et de réduction des impôts, en particulier de la TVA pour stimuler la consommation.

La proposition de la Commission soulève des questions et suscite des critiques avant même la réunion du sommet européen. D'abord, il semble plus important de parler qualitativement des objectifs et de la coordination des actions que quantitativement de l'enveloppe. Ensuite il ne sera pas facile de trancher la question de la répartition des efforts : l'Allemagne ne veut pas qu'une forte relance de sa part puisse inciter les autres au comportement de passager clandestin et les pays de l'Europe centrale ne souhaitent pas accumuler des déficits qui les éloigneraient des critères de Maastricht à un moment où ils souhaitent au contraire accélérer leur adhésion à l'euro. Enfin, il ne faudrait pas que ces plans de relance soient mis au service de politiques de l'offre alors que la situation impose un soutien de la demande globale. En effet, toutes les composantes de la demande globale sont orientées à la baisse : les ménages diminuent certaines de leurs dépenses et en reportent d'autres sine die (Keynes avait insisté sur l'effet multiplicateur négatif de la baisse de la consommation de biens durables, argument repris récemment par Peter Temin, économiste au MIT), les entreprises ont peur d'investir et les exportations subissent les effets de la récession mondiale. C'est une action de relance de type keynésien qui est nécessaire et les États ne doivent pas hésiter à jouer le rôle d'acheteur en dernier ressort. Comme l'écrit N. Baverez dans sa chronique, dans Le Monde du 17/12/2008, « L'effondrement simultané du crédit, de l'immobilier et des marchés financiers débouche sur une configuration typiquement keynésienne. L'économie mondiale se trouve enfermée dans une situation de trappe à liquidités, où l'injection de fonds et la baisse des taux d'intérêt se révèlent impuissantes à relancer l'activité. Le blocage de la demande crée une spirale déflationniste qui installe un chômage permanent. Face à la paralysie des entreprises et des ménages qui, tétonnés par la peur de l'avenir, ne veulent ou ne peuvent plus investir ou consommer, seul l'État dispose de la capacité d'emprunter et de dépenser ».

Les autorités françaises prévoient de leur côté un plan de relance d'une ampleur équivalant à environ 1% du PIB (19 milliards d'euros), avec pour principal objectif de soutenir les secteurs de l'automobile et du bâtiment. Il est envisagé notamment des baisses sectorielles de la TVA.

Le 27, l'indice de confiance des chefs d'entreprises et des consommateurs que publie régulièrement la Commission européenne est au plus bas depuis sa création en 1983. Dans la seule zone euro, il atteint son plus bas niveau depuis 1993.

Le 28, la semaine se termine sur une baisse de l'euro en dessous de 1,27 dollar, essentiellement parce que les cambistes spéculent sur l'ampleur de la baisse des taux directeurs de la BCE qu'ils anticipent pour la semaine prochaine, à cause des mauvaises performances macroéconomiques de la zone euro et du tassement de l'inflation (2,1% en novembre). Par contre, les Bourses terminent cette semaine, et donc le mois de novembre, en enregistrant des hausses, mais modestes.

• Décembre 2008 ->

Le jeudi 4 connaît deux informations importantes.

La première est le détail du plan de relance français qu'annonce à Douai le Président Sarkozy. Le coût de ce plan est de 26 milliards d'euros, soit 1,3% du PIB. Les mesures sont essentiellement de quatre sortes. Les mesures de la première catégorie soutiennent les deux secteurs économiques les plus touchés par la crise : le marché de l'automobile (la prime à la casse passe de 300 à 1000 euros) et le marché immobilier (doublement du prêt à taux 0). Celles de la deuxième soutiennent les ménages

L'EURO

et l'emploi (prime de 200€ aux bénéficiaires de minima sociaux, exonérations de charges sociales. Les mesures de la troisième sorte soutiennent les entreprises (l'Etat va raccourcir ses délais de paiement et effectuer des remboursements anticipés de dettes). Enfin, celles de la quatrième, très importantes, visent des investissements publics dans les infrastructures, les universités et la recherche. *Étant donné la faiblesse de l'investissement privé, son manque d'élasticité par rapport au taux d'intérêt, sa responsabilité dans la cyclicité de la conjoncture et sa trop grande sensibilité aux effets d'aubaine lorsque des aides lui sont apportées, il est logique de miser plutôt sur l'investissement public, surtout que non seulement celui-ci a un effet multiplicateur sur l'activité mais qu'il permet aussi de compenser les conséquences sociales de la crise.*

En comparant les plans de relance mis en œuvre par les gouvernements en Europe, on se rend compte d'une part qu'ils sont très différents d'un pays à l'autre (Voir Le Monde du 5/12/2008, p. 9) et d'autre part que ils sont globalement en deçà de ce que souhaite la commission européenne.

La seconde information concerne le net desserrement de la politique monétaire de la Banque d'Angleterre et de la BCE. Le principal taux directeur de la BoE baisse d'un point à 2% et celui de la BCE baisse de 0,75 point à 2,50% (le taux de la facilité de prêt marginal - marginal lending facility- passe à 3% et celui de la facilité de dépôt - deposit facility- à 2%). Cette baisse des taux de la BCE est historique puisque c'est la première fois qu'elle les baisse autant en une seule fois.

Il n'empêche que des observateurs estiment que cela ne suffit pas puisque nous sommes confrontés à un risque imminent de déflation. Ils vont donc dans le même sens que ceux qui déplorent depuis plusieurs années un manque de réactivité de la part de la BCE : selon eux, celle-ci n'irait jamais ni assez loin ni surtout assez vite. Il faut néanmoins savoir qu'il y a deux types de déflation. La déflation la plus dangereuse est celle que le Japon a connue : elle se reconnaît par une baisse à la fois des prix intérieurs, de l'activité et des revenus. L'autre forme de déflation est moins préoccupante. C'est celle que nous avons pour l'instant : la baisse des prix est essentiellement d'origine exogène (pétrole et produits de haute technologie), ce qui soutient en définitive le pouvoir d'achat.

Malgré les annonces des baisses de taux et des plans de relance, et à cause de la détérioration de la situation économique et des perspectives d'aggravation, les Bourses sont toutes orientées nettement à la baisse, ce qui confirme une volatilité extrême après les hausses de fin novembre. Cette volatilité est confirmée par les évolutions de la deuxième semaine du mois : après avoir perdu 8,12% la première semaine, le CAC 40 enregistre une hausse de 7,55% lors de la deuxième, en particulier grâce au rebond du lundi 8 faisant suite aux annonces de B. Obama en faveur d'investissements importants dans le domaine des infrastructures.

Le jeudi 11, Bernard Madoff est arrêté et inculpé pour une fraude boursière de type « Ponzi » appelée aussi système de la pyramide où les investisseurs déjà là sont rémunérés par les fonds qu'apportent les nouveaux (le jeudi 8 janvier, la SEC et la CFTC révèleront deux autres escroqueries pyramidales). L'escroquerie de Madoff est estimée à 50 milliards de dollars (les deux autres sont évaluées à 50 et à 17 millions de dollars), ce qui est un record absolu en matière de spéculation frauduleuse ; elle met sérieusement en cause la SEC, le gendarme de la Bourse de New York. B. Madoff est un ancien président du Nasdaq ; il a fondé sa société de gestion en 1960 et gérait aussi un fonds spéculatif. De nombreux établissements financiers européens, y compris français, semblent touchés par la fraude : HSBC pour 1 milliard de dollars, Santander, la 2^{ème} banque européenne par la capitalisation boursière, à hauteur de 2,33 milliards d'euros, Natixis à hauteur de 450 millions, BNP-Paribas pour 350 millions, etc. Selon l'AMF, les épargnants français qui ont fait des placements dans des OPCVM pourraient perdre environ 500 millions d'euros, mais cela ne concerne le « grand public » que pour 8%, soit 40 millions.

Le mardi 16, la Fed baisse encore son taux directeur, qui atteint son plus bas historique : il doit évoluer dans la fourchette 0% - 0,25%. Autant dire que le coût du refinancement des banques est nul. La réaction immédiate est une poussée de l'euro par rapport au dollar, puisque le différentiel de taux de part et d'autre de l'Atlantique se creuse, surtout que d'une part la Fed annonce que sa stratégie de taux très bas peut durer un certain temps et que le Président de la BCE a déclaré la veille qu'il y aurait vraisemblablement une pause dans la baisse du taux directeur de la BCE pour attendre les effets des baisses précédentes. Le mercredi 17, l'euro connaît sa hausse la plus forte sur une journée (il cote jusqu'à 1,4437\$). Le dollar connaît non seulement sa plus forte baisse historique par rapport à l'euro mais tombe à son plus bas niveau par rapport au yen depuis 13 ans. Cette évolution annoncerait-elle une crise de change qui viendrait compléter le tableau protéiforme de la crise actuelle ? *On peut même être étonné que le dollar n'ait pas été davantage contesté depuis le début de la crise, étant donné la permanence et même*

L'EURO

l'aggravation des déficits jumeaux du fait de la multiplication des plans de relance tous azimuts. Sur ce sujet, il y a une explication et une question. L'explication concerne le fait que le dollar n'a pas été trop bousculé depuis le début de la crise : d'une part, la crise a obligé les investisseurs qui s'étaient très endettés à solder leurs positions sur les marchés internationaux, d'où le soutien du dollar et même son appréciation, et d'autre part la sécurité que présentait aux yeux en particulier du gouvernement chinois les placements en bons du Trésor américain. La question est de savoir si la chute actuelle du dollar est seulement momentanée ou si elle marque le début d'une crise de change. Plusieurs signes négatifs s'accumulent : une rémunération nulle du dollar, des informations très préoccupantes sur la situation et sur les perspectives économiques et sociales américaines, le fait que les crises de l'immobilier et du crédit se prolongent, des déficits publics qui vont encore augmenter, une politique monétaire qui grossit dangereusement le volume des liquidités, le scandale Madoff qui accroît le climat de défiance, et la possibilité que les Chinois décident de ne plus financer l'économie américaine. On doit noter au passage que la situation du Royaume-Uni est encore plus inquiétante de celle des États-Unis : la récession, la forte baisse des taux directeurs, les difficultés de la City et l'aggravation des déficits et dette publics expliquent la chute brutale que connaît actuellement la livre sterling, dont le taux de change est pratiquement à parité avec l'euro (la monnaie anglaise a perdu 25% au cours de l'année 2008). Et la grande différence avec les États-Unis est que la livre n'a pas le statut international dont bénéficie le dollar...

Le 18 décembre est annoncé en Allemagne le plus mauvais score (82,6) du baromètre du climat des affaires depuis son calcul pour l'Allemagne réunifiée en 1991. C'est le 7^{ème} recul consécutif de cet indicateur de confiance. Le moral des industriels français connaît lui aussi un net fléchissement : l'indicateur atteint 73 en décembre contre 79 en novembre, qui était déjà un plus bas depuis septembre 1993... Le moral des patrons italiens est également au plus bas : pour le 7^{ème} mois consécutif, l'indice continue à baisser pour tomber à niveau jamais atteint depuis le début de 1991.

Malgré la décision récente de l'OPEP de réduire sa production, le prix du baril continue à baisser : le « light sweet crude » pour livraison en janvier passe sous les 36\$, son plus bas depuis juin 2004 (il terminera l'année à un peu plus de 38\$).

Le 19 décembre, la Banque centrale du Japon (BoJ) abaisse son taux directeur à 0,1% contre 0,3% auparavant. Ainsi, la BoJ revient pratiquement à sa politique de taux 0 qu'elle a menée entre 2001 et 2006.

Le Président Bush annonce un plan de sauvetage pour deux des « Big Three » de l'industrie automobile, GM et Chrysler, en prenant 13,4 milliards de dollars dans le « fonds Paulson », pour permettre à ces deux entreprises de redevenir financièrement viables d'ici le 31 mars 2009.

Les 22 et 23 décembre, réunion à Rio de Janeiro entre le Président Sarkozy et le Président du Brésil, Luiz Inacio Lula da Silva, en présence de José Manuel Baroso, le Président de la Commission européenne : entre autres sujets abordés, la négociation d'un accord entre l'UE et le Mercosur est envisagée.

L'année 2008 qui se termine est pour les places boursières la plus mauvaise depuis fort longtemps : sur l'année, la baisse du CAC 40 est 42,68%, ce qui est la plus forte depuis la création de l'indice (les profits des entreprises du CAC 40 ont baissé de 39% en 2008), celle du Dow Jones est de 33,84%, score jamais vu depuis 1931. Le Dax 30 a baissé de 40,37%, le Footsie de 31,33%, le Nikkei de 42,12% et le Hang Sen (Hong-Kong) de 48,3%. Certaines bourses ont connu des chutes vertigineuses : Reykjavik – 94,43%, Moscou – 67,20%, Shanghai – 65,39%. Ce sont les valeurs financières et bancaires, et celles des matières premières et de l'automobile qui sont le plus affectées, ce qui redistribue profondément les cartes au sein de chaque indice et en recompose totalement la hiérarchie. Globalement, environ 25 000 milliards de dollars se sont ainsi volatilisés en une année, ce qui représente 40% du PIB mondial.

Sur le plan des changes, le taux euro-dollar se situe en fin d'année entre 1,38 et 1,39. Selon une étude de Greenwich Associates, le volume des transactions sur le marché des changes a progressé en 2008 de 15% contre 30% pour chacune des deux années précédentes ; le volume généré par les fonds d'investissement spéculatifs, qui représentait en 2007 20% du total a diminué en 2008 de 28% alors qu'il avait augmenté de 180% en 2007. Dans son bulletin mensuel de décembre 2008, la BCE note : « les conditions sur les marchés de change se sont sensiblement modifiées au cours des trois derniers mois dans un contexte de volatilité considérable, liée aux turbulences financières actuelles. Après un premier semestre durant lequel le taux de change effectif de l'euro s'est apprécié, celui-ci a commencé à s'affaiblir en août. Les pressions à la baisse se sont intensifiées en octobre, reflétant largement une réévaluation de la situation économique de la zone euro par rapport aux autres zones

L'EURO

économiques. La dépréciation de l'euro s'est également accompagnée d'une hausse historique de la volatilité de son cours à terme dans un contexte de forte aversion au risque ».

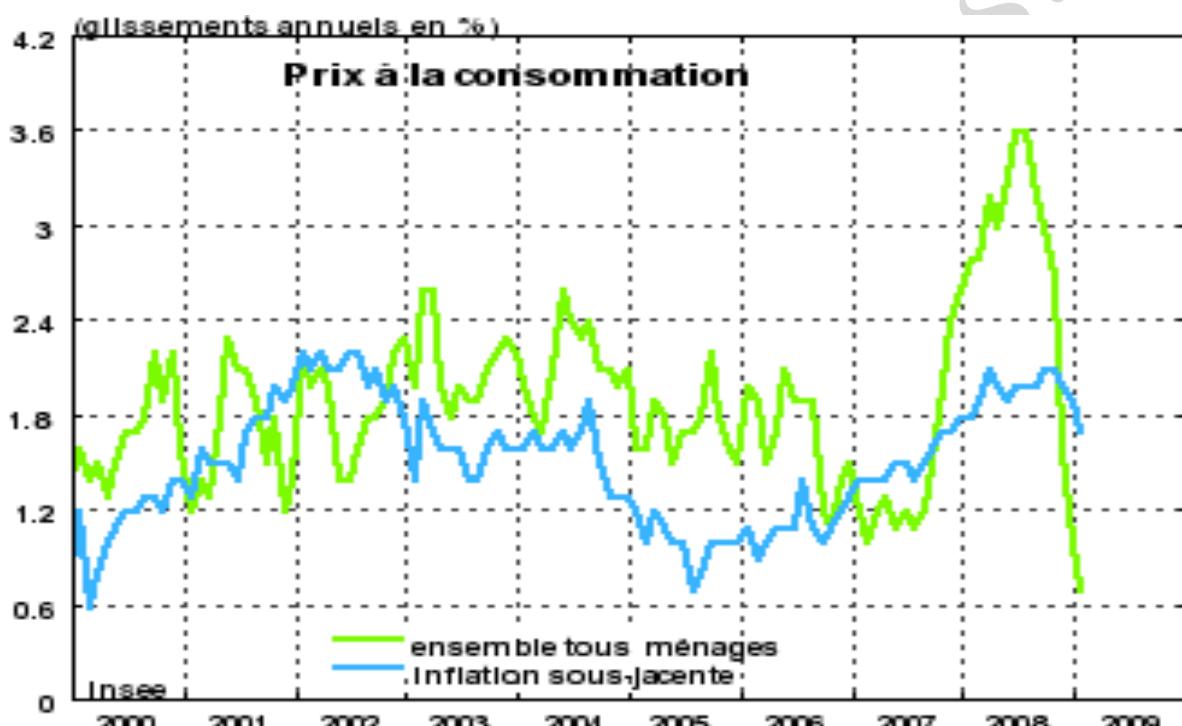
Pour la zone euro, l'année 2008 est également très mauvaise en ce qui concerne les résultats de son commerce extérieur : elle enregistre un déficit de 32,1 milliards d'euros, ce qui est un plus bas historique. Il en est de même pour toute l'UE avec un déficit de 241,3 milliards d'euros.

La production industrielle enregistre pour 2008 une baisse de 12%, ce qui est sa plus forte diminution depuis l'ouverture de la zone euro. Globalement, le PIB de la zone euro n'a cru que de 0,7% en 2008 (même score pour la France) et celui de l'UE 27 de 0,9%.

Notons enfin que les IDE ont chuté en 2008 par rapport à 2007 pour l'UE à 27 : les flux entrants ont chuté de 57% et les flux sortants de 28%.

Les résultats économiques de 2008 sont mauvais partout. C'est ainsi que le Japon, la deuxième économie mondiale, enregistre au 4^{ème} trimestre un recul de la croissance jamais enregistré depuis 35 ans (-12,7% en rythme annuel), essentiellement à cause de l'effondrement de ses exportations, et une décroissance pour l'année de 0,7%, le plus mauvais résultat annuel depuis 10 ans.

Le seul domaine où l'année 2008 enregistre des résultats relativement satisfaisants est celui de la hausse des prix.



Source : INSEE

Ce graphique montre très clairement que le taux d'inflation a beaucoup diminué au cours de 2008 ; mais aussi que le taux d'inflation sous-jacente a connu une évolution beaucoup moins nette. Cela signifie que le fort ralentissement de l'inflation est essentiellement dû à l'évolution des prix des matières premières, énergétiques en particulier, et des produits frais. Le mouvement de baisse qui se poursuivra les mois suivants sera le résultat de la diffusion de la baisse des prix des matières premières au secteur de la production puis à celui de la consommation, et de la pression à la baisse des prix causée par le ralentissement de plus en plus prononcé de l'activité. Cela étant, on peut s'attendre à une évolution en U du niveau général des prix dans la mesure où d'une part la reprise future relancera la hausse des prix des matières premières et où d'autre part il faudra bien résorber les volumes importants de liquidités déversées pour lutter contre la crise. On pourrait croire que le dixième anniversaire du lancement de l'euro arrive au plus mauvais moment puisqu'on le fête en pleine crise des subprimes. En réalité, comme le rappelle P.-A. Delhommais (Le Monde du 14 décembre 2008), « l'économiste américain et Prix Nobel Milton Friedman affirmait que l'on pourrait juger de la réussite de l'euro seulement le jour où les pays de l'Union monétaire entreraient en récession. On y est (...) La monnaie unique va-t-elle passer avec succès le "krach-test" des subprimes ? ». Et le chroniqueur du quotidien montre que les études tentant de répondre à cette question proposent des réponses opposées. Il cite en particulier deux analyses publiées en novembre 2008, que l'on peut trouver sur le site de « Project Syndicate ». Il y a celle, assez pessimiste et critique, de Martin Feldstein, : le professeur à Harvard considère que les écarts importants de taux d'intérêt sur les dettes souveraines entre plusieurs États

L'EURO

de la zone euro sont un signe inquiétant de la défiance des marchés et il estime que les carcans que constituent une politique monétaire unique et un PSC trop contraignant pourraient expliquer que des pays décident de quitter l'UEM. On peut ajouter l'absence de véritable gouvernement économique européen et l'accumulation de tensions entre les États membres, notamment au sein du couple franco-allemand. Christian Saint-Etienne fait paraître son dernier livre sous le titre « La fin de l'euro » : il y développe tous les arguments qui l'amènent à considérer que l'implosion de la zone euro est une hypothèse forte (non seulement la zone euro n'est pas optimale mais, plus grave, l'Europe souffre d'un important déficit politique et d'une absence cruelle de gouvernement économique dont l'Allemagne serait responsable). Il y a de l'autre côté l'analyse, plutôt optimiste et réconfortante, de Barry Eichengreen : le professeur à Berkeley approuve le comportement adopté par la BCE au cours de la crise, ce qui a accru sa crédibilité, et il pense que l'euro sortira renforcé de l'épreuve actuelle. Il est de fait que les pays européens qui n'ont pas adopté l'euro souffrent davantage et que beaucoup d'entre eux font le maximum pour en faire leur monnaie. De manière générale, les « petites » monnaies ont du mal à résister dans la mesure où elles sont considérées comme des monnaies à risques ; l'euro bénéficie au contraire de la grande dimension de sa zone d'influence.

Concernant la solidité de la zone euro, nous interprétons dans le tableau ci-dessous certains des arguments que développera François Rachline dans un article publié dans Le Monde du 17 mars 2010 :

<i>Événements qui ont bousculé l'Europe</i>	<i>Réponses de l'Europe et progrès corrélatifs de la construction européenne.</i>
1971-1973 : implosion du système de Bretton Woods	1974 : mise en place de l'ECU et du serpent monétaire européen
1975-1978 : fin des trente glorieuses et divergences des politiques économiques pour y répondre	1979 : naissance du SME
1989-1995 : bouleversements politiques (chute du mur de Berlin, ...)	1999 : lancement de l'euro et de la zone euro
2007-2010 : crise des subprimes et crise des finances publiques des PIGS	2010-2011 : développement de la gouvernance européenne, d'un pouvoir européen de régulation ???

Autrement dit, les crises que l'économie européenne a connues ont été souvent l'occasion de prises de conscience qui ont débouché sur des décisions donnant un élan supplémentaire à la construction européenne. Il est donc permis d'espérer que la crise actuelle des subprimes oblige la zone euro de se doter d'un gouvernement économique qui lui fait tant défaut.

• JANVIER 2009 ->

Le 1^{er}, la Slovaquie devient le 16^{ème} membre de la zone euro.

C'est également la date du dixième anniversaire de l'UEM.

Début du mois de janvier -> Dans plusieurs pays européens, de nouveaux plans de relance sont préparés pour lutter contre la récession qui s'installe : Eurostat confirme que la zone euro a connu une croissance négative à la fois au cours du trimestre avril-juin et au cours du trimestre juillet-septembre et on annonce une croissance également négative pour le dernier trimestre de l'année 2008 malgré les mesures de soutien déjà prises.

Au Royaume-Uni, G. Brown est soucieux de relancer encore davantage le crédit parce que les banques restent fileuses, y compris en envisageant la création d'une banque publique qui rachèterait les actifs toxiques des banques privées, et de protéger les intérêts des épargnants et des retraités. De son côté, la Banque d'Angleterre baisse le jeudi 8 son taux directeur à 1,5% : ainsi, ce taux passe en dessous de 2%, ce qui est un cas historique puisque le taux directeur anglais n'avait jamais été inférieur à 2% depuis la création de la Banque d'Angleterre, c'est-à-dire depuis 1694, c'est-à-dire depuis 315 ans !

En Allemagne, qui entre dans une période électorale chargée, A. Merkel fait une sorte de volte-face : elle décide un plan de relance sur 2 ans de 50 milliards d'euros, avec des dépenses en infrastructures et également des baisses d'impôts. Ce deuxième plan de relance allemand est non seulement plus important que le premier (il représente 2% du PIB) mais c'est aussi le plus important décidé en Europe.

L'EURO

En France, N. Sarkozy annonce une nouvelle aide publique en fonds propres pour les banques, d'un montant de 10,5 milliards d'euros, car comme le dit le Président de la République, « le système est simple : plus les banques ont des fonds propres, plus elles prêtent ». Il faut dire que les dernières statistiques de la Banque de France montrent toujours une grande réticence des banques françaises à faire crédit. De plus, des études montrent qu'en France, contrairement à ce qui se passe ailleurs, ce sont les PME qui souffrent le plus de la frilosité des banques (voir l'enquête de l'Association française des trésoriers d'entreprises - AFTE - ainsi que les études que cite le Financial Times du 5 janvier).

Tous ces plans de relance, qui prouvent un grand activisme budgétaire, augmentent significativement les déficits et dettes publics. L'importance des déficits s'explique d'ailleurs non seulement par le gonflement du volume des dépenses pour soutenir l'activité et soulager les entreprises mais aussi par la chute des recettes qu'entraîne mécaniquement la récession. On peut en attendre pour l'avenir non seulement une réduction des marges de liberté pour les gouvernements (le déficit public français ne cesse de s'alourdir : il est de -2,7% du PIB en 2007, de -3,4% en 2008, de -7,5% en 2009), mais aussi une élévation des taux d'intérêt longs, avec des différences selon la qualité de signature (le taux à 10 ans est de 3,1% pour l'Allemagne et de 5,2% pour la Grèce). Certains observateurs craignent que l'augmentation des dettes publiques de très nombreux États, et pas des moindres, ne provoque à terme le gonflement d'une prochaine bulle financière sur les marchés obligataires (certaines estimations chiffrent le total des dettes publiques à 3 000 milliards de dollars pour 2009, soit trois fois plus qu'en 2008). D'autres estiment au contraire que les dépenses publiques viennent combler le manque de dépenses privées, qu'il ne faut donc pas en attendre une hausse préjudiciable des taux d'intérêt ni le gonflement d'une bulle, et que le soutien de l'activité n'en sera que mieux assuré. Autrement dit, en ce qui concerne le débat non seulement théorique mais également pratique sur les rôles respectifs de l'effet multiplicateur et de l'effet d'éviction, les circonstances présentes le tranchent nettement : comme nous sommes en phase à la fois de profonde récession et de trappe monétaire, la politique budgétaire est la seule à pouvoir être efficace, l'effet de multiplication peut jouer et l'effet d'éviction n'est pas à redouter. Le multiplicateur des dépenses publiques est estimé actuellement à 1,23 en France, et à un peu plus aux États-Unis. De surcroît, une question souvent posée aujourd'hui à propos des plans de relance est de savoir s'il est préférable de privilégier l'investissement ou la consommation. Certes, comme la crise aggrave les situations de précarité, il est sans doute nécessaire de prendre des mesures protectrices en faveur des ménages et des entreprises les plus fragiles, mais l'essentiel des efforts doit porter sur l'investissement public. Quatre arguments importants militent pour cela. Premièrement, une relance de la consommation a beaucoup de chances de développer autant les importations que la production nationale et donc l'emploi intérieur. Deuxièmement, dans la période d'incertitude et d'inquiétude actuelle, les ménages sont davantage incités à épargner qu'à consommer : une relance par injection de pouvoir d'achat aboutirait à gonfler cette épargne plutôt que d'augmenter la demande. Plus généralement encore, la crise fait grimper à des sommets l'aversion des agents privés pour les risques, en particulier celui d'illiquidité, d'où des comportements fondés sur un principe de précaution exacerbé et une très forte réduction de leur endettement et de leurs dépenses. Troisièmement, le soutien de la consommation peut être assuré par le jeu des stabilisateurs automatiques : les dispositifs fiscaux et sociaux absorbent et donc atténuent les fluctuations en ayant des effets contra-cycliques. Notons que ce dernier argument est sans doute le plus faible des trois dans la mesure où, au cours de ces dernières années, non seulement les stabilisateurs traditionnels ont faibli mais où des déstabilisateurs se sont développés : la flexibilisation du marché du travail a augmenté la précarité, donc l'incertitude, et l'augmentation du poids de l'épargne salariale dans les revenus disponibles des ménages rend plus sensibles les revenus aux résultats des entreprises. Enfin, quatrième argument, des dépenses publiques consacrées à l'investissement public augmentent certes le poids du passif mais également la valeur de l'actif, ce qui est moins préjudiciable aux finances publiques et au « bilan national » que des dépenses de fonctionnement faites pour encourager la consommation.

À cela s'ajoutent des politiques monétaires accommodantes, non seulement avec les baisses de taux directeurs mais aussi avec de nombreuses et fortes injections de liquidités. Il faut en attendre pour l'avenir deux risques importants : le risque d'inflation et le risque de constitution de nouvelles bulles. Lors d'une intervention sur Radio-Classique mi mars 2009, P. Artus estime que le montant global de liquidités mondiales est actuellement d'un montant de 11 000 – 12 000 milliards de dollars : avec une somme pareille, il ne faudrait pas être étonné qu'une bulle spéculative se forme lors de la sortie de crise. La question est de savoir sur quel type d'actif se constituerait une telle bulle ? Peut-être sur les matières premières... Si bien que, concernant les politiques budgétaire et monétaire, se pose d'ores et déjà la question de leur réversibilité : quand les économies se remettront de la crise, les gouvernements auront-ils le courage de redresser les finances publiques et de porter remède au surendettement public et les banques centrales auront-elles celui de résorber les liquidités surabondantes et de faire éclater une nouvelle bulle éventuelle, au risque de contrarier le redémarrage de l'économie ?

En tous les cas, pour l'heure, comme le dit P. Artus (Enjeux-Les Échos de janvier 2009), « entre éviter une catastrophe économique et financière aujourd'hui et dégrader les économies demain, les États ont arbitré ».

L'EURO

Les responsables économiques, les experts et les journalistes spécialisés se posent une question délicate, et vont se la poser durant de nombreuses semaines : suite aux différentes politiques menées, avec en particulier les injections massives de liquidités, et aux différents plans mis en œuvre, avec en particulier les mesures de relance, faut-il craindre pour l'avenir plutôt l'hyperinflation ou la dépression ? L'hyperinflation pourrait certes arranger les finances publiques des pays développés dans la mesure où elle réduirait le poids de leur endettement qui de toute façon est appelé à prendre des proportions considérables (pour la France, plus de 70% du PIB en 2009 et plus de 80% en 2010 ?) et qui ne pourra pas compter suffisamment sur l'épargne des pays émergents qui, de leur côté, mettront en œuvre, pour leur développement, une logique de plus en plus introvertie. Mais l'intérêt que présenterait « la solution de l'inflation » pour l'allégement de la dette des pays de la zone euro serait particulièrement limité pour deux séries de raisons : d'une part, d'un point de vue interne, l'inflation ne serait pas de même ampleur pour les différents pays partenaires, d'où une coûteuse mise à mal de la cohésion de la zone et donc de la cohérence de la politique monétaire ; d'autre part, d'un point de vue externe, si l'inflation était plus forte ailleurs que dans la zone euro, spécialement aux États-Unis, cela provoquerait une appréciation de l'euro, également coûteuse pour l'économie de la zone. De plus, de nombreux facteurs réduisent significativement la probabilité qu'il y ait à terme de l'hyperinflation. D'abord, les Banques centrales ont les moyens d'assurer une certaine réversibilité des mesures qu'elles ont prises pour décongestionner le marché interbancaire. La stratégie numéro 1 est bien sûr d'arrêter toutes les mesures prises pour éviter la déflation. Et, comme l'indiquera B. Bernanke le 21 juillet (devant le Congrès et au Wall Street Journal), la Fed peut réduire le montant des réserves des banques commerciales en monnaie centrale et elle peut surtout augmenter les taux qui rémunèrent ces réserves pour inciter les banques à ne pas se fonder sur elles pour augmenter excessivement la masse des crédits qu'elles accordent (jusqu'à maintenant, les liquidités apportées par les Banques centrales aux banques commerciales sont restées inscrites dans les comptes de réserves et n'ont pas entraîné un dérapage des masses monétaires). La Fed peut aussi utiliser les dispositifs dont elle dispose pour reprendre les liquidités excédentaires (Term Auction Facility -TAF-, Commercial Paper Funding Facility -CPFF-, Asset-Backed Commercial Paper -ABCP- et Money Market Mutual Fund Liquidity Facility -MMMFL). Si le risque inflationniste devenait réel, les Banques centrales pourraient bien évidemment augmenter leurs taux directeurs, certes avec le risque de contrarier la reprise. Ensuite, l'inflation ne peut pas sérieusement devenir une préoccupation tant que l'output gap reste important, c'est-à-dire tant qu'il y aura une sous-utilisation des capacités de production. Or, selon certains, la situation est telle aujourd'hui qu'il faudra plusieurs années pour combler l'output gap. Enfin, comme cela est déjà évoqué plus haut entre parenthèses, les statistiques monétaires montrent que l'injection de monnaie centrale dans le système bancaire et sur le marché monétaire a certes augmenté considérablement le total des bilans des banques centrales et les bases monétaires (entre l'été 2007 et fin 2009, les bilans de la Fed et de la BoE se sont alourdis de 150% et celui de la BCE de 50%) mais elle ne s'est pas traduite pour autant par un dérapage des agrégats monétaires qui sont concernés par le risque inflationniste : autrement dit, il y a une chute du multiplicateur monétaire. Dans le cas de la zone euro, le multiplicateur monétaire ($M3/Base$), qui a connu un pic lors de l'année 2002, a baissé légèrement mais régulièrement depuis et s'est effondré fin 2008 - début 2009.

Jeudi 15, pour faire face à la sérieuse dégradation de la situation économique, et compte tenu de la faiblesse de l'inflation (1,1% sur un an en janvier 2009, ce qui est le score le plus bas depuis juillet 1999), la BCE baisse ses taux directeurs : le taux principal passe ainsi de 2,5% à 2%, ce qui correspond au niveau le plus bas qu'elle atteint. J.-C. Trichet estime que le taux peut encore baisser mais affirme que la BCE n'ira pas jusqu'à un taux nul. Cette position s'explique sans doute par plusieurs raisons : un taux quasi-nul pénaliserait les épargnants, il ne favoriserait pas pour autant la reprise de l'activité (les dépenses privées sont assez peu élastiques au taux d'intérêt, spécialement l'investissement des entreprises comme le pensait déjà Keynes), et il inciterait des investisseurs à emprunter de l'euro bon marché et à spéculer avec. J.-C. Trichet tire vraisemblablement la leçon de la déflation japonaise. Il n'empêche que la BCE baisse ses taux alors que fin décembre son Président avait annoncé une pause : cela montre que la détérioration de la situation économique en Europe est plus rapide et surtout plus profonde que ce qui était prévu et également que la BCE a du mal à définir sa stratégie dans un tel contexte d'incertitude.

Vendredi 16 : après avoir commencé l'année sur une semaine continue de hausse, comme pour marquer la nouvelle année, les Bourses n'enregistrent que des baisses au cours de la deuxième : Francfort baisse de 8,73% ; Paris de 8,57%, Londres de 6,78%.

Lundi 19, la Commission européenne fait des prévisions très pessimistes sur la situation économique de la zone euro pour 2009. En particulier, elle estime que le PIB de la zone euro baisserait de 1,9%, ce qui serait bien entendu la première fois depuis la mise en place de la zone euro : belle façon pour elle de débuter sa deuxième décennie d'existence !

L'EURO

Concernant la France, la prévision de baisse du PIB est de 1,8%. Si cela se confirmait, cela signifierait que la récession de 2009 serait la plus forte, comparée à celles de 1975 et de 1993 qui ont été respectivement de -1% et de -0,9%. Ces mauvais chiffres pour le PIB devraient mécaniquement en entraîner d'autres, également mauvais, pour l'emploi et pour les finances publiques (le taux de chômage passerait de 7,8% en 2008 à 9,8% en 2009 et le déficit public dépasserait les 5%).

La Commission européenne prévoit -1,8% pour l'UE, -2,8% pour le Royaume-Uni, -2,3% pour l'Allemagne, -2% pour l'Espagne. Ces prévisions par pays montrent une grande disparité qui ne peut que nuire à la monnaie unique. D'autant plus que s'y ajoutent des résiliences économiques bien différentes : il n'est en effet pas sûr que tous les pays puissent profiter au même degré de l'amélioration de la situation qui suivra la crise actuelle et que des pays comme la Grèce, l'Espagne, l'Irlande et le Portugal puissent sortir aisément de leurs difficultés. D'ailleurs, l'agence de notation Standard & Poor's vient de baisser la note mise à la Grèce, à l'Espagne et au Portugal, et de placer l'Irlande sous « surveillance négative ». Cela se traduit par des écarts grandissants entre les taux d'intérêt à 10 ans entre les différents pays européens : on en est à 5,8% en Grèce, 5,5% en Irlande contre 3,8% en France et 3,3% en Allemagne. Pour beaucoup, ces statistiques économiques et financières fragilisent la zone euro.

Également le 19 janvier, le Royaume-Uni décide un nouveau plan de sauvetage pour ses banques. D'ailleurs, la situation de l'économie britannique en inquiète plus d'un : certains considèrent même que « la City de Londres, c'est fini » et qu'il vaut mieux ne plus investir au Royaume-Uni. Cela ne fait qu'aggraver les sérieuses difficultés que connaît la Livre Sterling sur le marché des changes.

La situation des systèmes bancaires est partout préoccupante : les banques affichent des pertes importantes pour 2008, rechignent toujours à se prêter entre elles et restent extrêmement frileuses en matière de crédits malgré les appels au civisme économique. On peut donc se demander si les différents dispositifs mis en place – les injections de liquidités, les baisses des taux directeurs, le rachat des produits toxiques par une structure de défaillance (« bad bank », banque poubelle) financée sur fonds publics, la garantie de leurs dettes, et les recapitalisations et nationalisations – ne se soldent pas pour l'instant par un échec. Au point que les Banques centrales n'excluent pas de prolonger leur politique « quantitative » de fourniture de liquidités massives aux banques par des « opérations non conventionnelles » consistant à financer directement l'économie en contournant les banques commerciales qui se montrent trop frileuses pour octroyer des crédits. Ces opérations peuvent non seulement consister en l'achat de titres émis par les entreprises mais aussi par l'achat de titres publics, ce qui équivaut à une création monétaire au profit de l'État, par la « planche à billets ». Cette création monétaire a en définitive pour but non seulement de diminuer quelque peu l'accroissement de l'endettement public mais aussi d'empêcher que les plans de relance aient plus tard un effet d'éviction trop marqué (l'effet d'éviction est double : il y a à la fois un effet-quantité puisque les pouvoirs publics peuvent assécher le marché des capitaux et un effet-prix dans la mesure où l'endettement public pousse à la hausse les taux à long terme).

À propos des « mesures non conventionnelles » de politique monétaire, il convient de faire un certain nombre de remarques :
1) Par « mesures non conventionnelles », il faut entendre « mesures exceptionnelles » qui sont rendues nécessaires par des circonstances elles-mêmes exceptionnelles, ce qui les rend par définition temporaires, puisqu'elles doivent être abandonnées dès que la situation n'est plus critique.

2) Ces mesures consistent essentiellement en la fourniture de liquidités aux banques commerciales par la Banque centrale parce que le marché interbancaire ne fonctionne plus, à cause de la crise défiance entre elles.

3) Les mesures non conventionnelles sont prises en fonction du principe de séparation en vertu duquel elles sont décidées indépendamment du maniement du taux d'intérêt directeur, qui reste le levier fondamental de la politique monétaire. Cependant, de telles mesures peuvent être prises dans deux contextes un peu différents : soit le taux directeur est à son niveau plancher et l'intervention de la Banque centrale ne peut prendre alors la forme que de mesures exceptionnelles, soit le taux directeur n'est pas –encore– à son niveau plancher mais des mesures exceptionnelles sont nécessaires pour débloquer les canaux de transmission de la politique monétaire lorsque ceux-ci dysfonctionnent. Or on sait que deux types de marchés, qui sont gravement affectés par la crise actuelle, jouent un rôle déterminant dans ces canaux de transmission : le marché monétaire et le marché des emprunts d'État. Quand on est dans le premier cas de figure, le bilan de la Banque centrale voit son bilan s'accroître beaucoup plus que dans le second où les mesures non conventionnelles accompagnent les mesures conventionnelles. Les États-Unis et le Royaume-Uni sont plutôt dans le premier contexte tandis que la zone euro est plutôt dans le second.

4) Dans le cas de la zone euro et lors de la crise financière qui a suivi la faillite de Lehman Brothers, ces mesures non conventionnelles sont appelées « politique de soutien renforcé du crédit » ou « enhanced credit support policy » –ECSP– et elles seront appelées lors de la crise des dettes souveraines « programme pour le marché des titres » ou « securities market

L'EURO

programme » -SMP. Le ECSP et le SMP fonctionnent de la même façon mais le ECSP a pour but d'éviter l'asphyxie du marché interbancaire tandis que le SMP doit assurer la liquidité du marché des titres publics.

Sur les marchés boursiers, la troisième semaine du mois de janvier se termine dans le rouge : le CAC 40 passe sous la barre des 2900 points en baissant globalement de 5,56%. Les autres Bourses baissent aussi beaucoup : le DAX de 4,29%, le Footsie de 2,28%, le Dow Jones de 1,24%, le Nasdaq de 2,29% et le Nikkei de 5,89%.

28 janvier : comme elle n'a plus la possibilité de baisser encore ses taux, la Fed propose des mesures exceptionnelles pour empêcher l'économie américaine de s'effondrer : elle se dit prête à acheter la dette du Trésor. Cela faciliterait en particulier le financement des 819 milliards de dollars du « plan de relance et de réinvestissement américain » de B. Obama que la Chambre des Représentants a approuvé ce même jour.

Sur les places boursières, la dernière semaine de janvier enregistre des gains qui traduisent l'espoir des investisseurs dans l'efficacité des actions des gouvernements et des Banques centrales : + 4,38% pour le CAC40, + 2,40% pour le Footsie, + 3,81% pour le DAX ; mais - 0,95% pour le Dow Jones.

• Février 2009

Le 2, le Premier ministre français François Fillon présente le détail du plan de relance de 26 milliards d'euros annoncé par le Président de la République début décembre et définitivement adopté par le Parlement il y a une semaine : 1 000 projets différents sont programmés et concernent 4 types d'actions : des investissements publics au sens traditionnel (des infrastructures, les sites de l'opération Campus, rénovations de bâtiments publics), le soutien à l'investissement par l'intermédiaire de mesures en faveur des collectivités territoriales, le soutien à l'emploi et aux territoires en difficulté (mesures en faveur des PME, aides aux bassins d'emploi où le chômage est important), des mesures en faveur du logement et de la solidarité (aides à la construction et à l'accès sociale à la propriété, à la rénovation urbaine et à l'amélioration de la qualité du parc d'hébergement ; création d'une Prime de solidarité active –PSA).

Les 3/4 des crédits ouverts pour ces 1 000 projets devront être utilisés en 2009. Mais il se peut que leurs effets macroéconomiques ne se fassent sentir qu'en 2010 et peut-être même plus tard à cause des délais de mise en œuvre : il n'est donc pas certain que le risque de spirale déflationniste soit évité. Surtout que le montant du plan apparaît à beaucoup comme insuffisant : selon certains, il faudrait un plan de l'ordre de 3% du PIB (2% de croissance annuelle de référence actuelle + 1% de contraction attendue en 2009 à cause de la crise), soit d'environ 60 milliards d'euros.

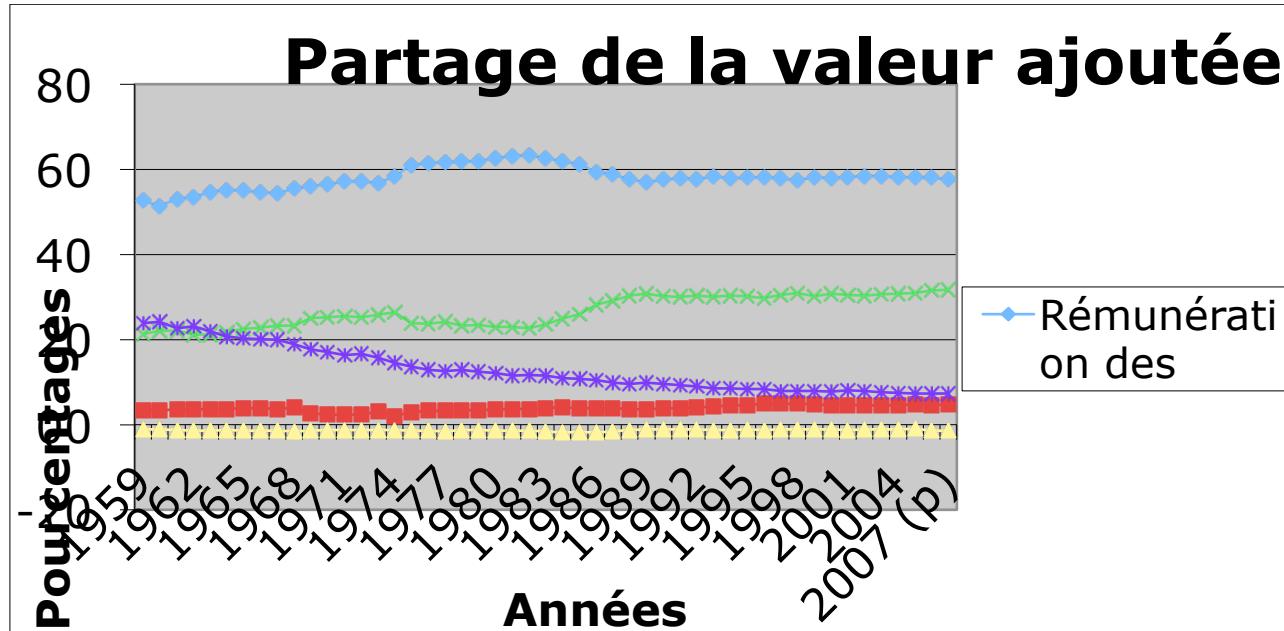
Le 5,

- La BCE laisse inchangé son taux directeur alors que la BoE baisse le sien à 1%. J.-C. Trichet, tout en réaffirmant son opposition à la stratégie du taux 0, laisse entendre que mars pourrait voir cependant une nouvelle baisse.

- Lors d'une émission télévisée, le Président Sarkozy complète le plan de relance économique par un plan de soutien social, en renvoyant l'étude des mesures concrètes à un rendez-vous avec les partenaires sociaux fixé au 18 février. Le 1,4 milliard d'euros que devraient rapporter en 2009 les prêts faits aux banques servirait à financer ces mesures. En ce qui concerne la nature des mesures, N. Sarkozy a proposé des pistes en prévision de la rencontre du 18. On relève en particulier la suppression de la taxe professionnelle, évoquée depuis longtemps parce qu'elle handicape les entreprises qui investissent. Il y a aussi la suppression de la 1^{ère} tranche d'imposition des revenus, la suppression du 2^{ème} acompte provisionnel, une augmentation des allocations familiales, une amélioration de l'indemnisation du chômage partiel et de celle des jeunes chômeurs, et une règle pour la répartition du profit : 1/3 pour les actionnaires, 1/3 pour les salariés et 1/3 pour l'autofinancement de l'entreprise.

Évoquer la répartition des bénéfices de l'entreprise remet indirectement sur le tapis la question qui alimente de manière récurrente les revendications sociales et les oppositions politiques, celle du partage de la valeur ajoutée, essentiellement entre le facteur travail et le facteur capital.

Le schéma suivant montre l'évolution sur longue période de la répartition de la VA, d'après les statistiques de l'INSEE.



La part des profits dans la valeur ajoutée est donc un peu supérieure à 30%. Et elle est relativement stable depuis plusieurs années, ce qui n'est pas le cas dans de nombreux autres pays : selon Eurostat, entre 2000 et 2007, elle est par exemple passée de 26,1% à 29,3% aux États-Unis, de 33,8% à 35,2% au Royaume-Uni, de 36,3% à 41,4% en Allemagne, et de 37,6% à 39,3% en moyenne dans la zone euro. Selon le rapport du Directeur général de l'INSEE, J.-P. Cotis, publié en mai 2009, le partage du profit des sociétés non financières s'est fait de la manière suivante en 2007, en prenant comme définition du profit la somme de l'excédent brut d'exploitation -restreint à l'épargne de l'entreprise et aux revenus distribués, compte non tenu par conséquent des intérêts ni de l'impôts sur les sociétés- et de l'épargne salariale (intéressement, participation, abondements) : 7% pour l'épargne salariale, donc pour les salariés, 36% pour les actionnaires, et 57% pour la capacité d'autofinancement. Le rapport produit aussi un graphique faisant apparaître l'évolution de ces différentes masses sur longue période 1990-2007 : la capacité d'autofinancement diminue régulièrement pour passer de 75% à 57% (d'où une augmentation corrélative de l'endettement), au profit de l'épargne salariale, un peu, et des dividendes, beaucoup plus.

À la fin de la première semaine de février, les places boursières confirment leur reprise de la dernière semaine de janvier : les hausses sont de 5,01% pour le CAC 40 qui monte au-delà des 3100 points, de 3,43% pour le Footsie et de 7,06% pour le DAX.

Le 10, le nouveau Secrétaire au Trésor américain, Timothy Geithner, présente une nouvelle version du TARP, c'est-à-dire du plan de sauvetage bancaire établi en octobre 2008 par son prédécesseur Henry Paulson. Le coût global prévu serait supérieur à 2 000 milliards de dollars, autrement dit entre près de 3 fois le montant initialement prévu. Ce plan est donc plus ambitieux. Il est également plus complet puisqu'il utilise plusieurs leviers : décharge des bilans des banques de leurs actifs toxiques par l'intermédiaire d'une « bad bank » ; réinjection de capital dans les bilans bancaires ; relance des crédits à la consommation et aux entreprises par l'extension du Talf (Term asset-backed securities loan facility) ; et surtout, garantie des prêts immobiliers hypothécaires pour les ménages endettés, de manière à empêcher les saisies immobilières, car c'est bien là l'origine de la crise. De nouvelles normes de transparence et de régulation vont accompagner ce nouveau plan. Il n'empêche que la Bourse de New-York termine sa séance en baisse (le Dow Jones de 4,62 % et le Nasdaq de 4,20 %)... En Europe, la Commission dit ses préoccupations que lui inspire le plan français d'aide au secteur automobile annoncé la veille pour un montant total de 7,8 milliards d'euros, car ce plan pourrait trahir un comportement protectionniste.

Le 15, suite au compromis adopté à la fin de la semaine précédente par le Congrès, le Président Obama promulgue « son » plan de relance pour un montant final de 787 milliards de dollars, avec à la fois des investissements en infrastructures et des allègements fiscaux pour relancer la consommation et l'activité, et par conséquent pour soutenir l'emploi.

Le 16, plusieurs monnaies d'Europe centrale sont en grande difficulté face à l'euro. Par exemple, le forint hongrois est à son plus bas historique. Il en est presque de même pour la monnaie roumaine.

L'EURO

Devant le Parlement européen, le Président de la BCE estime qu'il faut renforcer la supervision financière, pas seulement pour les pays émergents et en développement mais aussi pour les pays développés. « La crise nous donne une dure leçon qui est que les économies industrielles ont aussi besoin de surveillance, et de fait d'une surveillance rigoureuse. Toutes les institutions et forums internationaux devraient réfléchir sur les moyens de renforcer leur surveillance et son efficacité à précipiter les adaptations nécessaires ».

Par ailleurs, selon des sondages et enquêtes auprès des opérateurs sur le marché monétaire européen, les spreads, c'est-à-dire des écarts entre les taux interbancaires de l'Euribor et de l'Eonia, qui mesurent la propension des banques à se prêter entre elles, restent importants et il faudra au moins une bonne année pour qu'ils retrouvent un niveau considéré comme normal.

Le 17, à New York, le pétrole (light sweet crude) passe à nouveau sous les 35\$.

Le 18, la Commission européenne lance la première étape de procédures pour déficits excessifs contre six pays, dont la France et l'Espagne, en raison du dérapage de leurs finances publiques provoqué par la crise économique. Le gouvernement français reconnaissait certes quelques jours auparavant que le déficit dépasserait forcément 4,4% du PIB en 2009 mais il considère que la décision de Bruxelles est excessive à un moment où il est demandé aux États de combattre vigoureusement la crise. De son côté, J.-C. Trichet approuve Bruxelles.

Le même jour, le « sommet social » qui se tient à l'Elysée se conclut sur un plan d'aides publiques de 2,65 milliards d'euros, ce qui double pratiquement le montant envisagé le 5 de ce mois. Et cela ne peut qu'aggraver encore davantage le déficit...

Le même jour aussi, aux États-Unis, le Président Obama annonce que 75 milliards de dollars vont être consacrés à aider directement les 9 millions de ménages qui ont du mal à rembourser leurs prêts immobiliers.

Et également ce 18 février est signé un accord entre la justice américaine et la banque géante suisse UBS pour que celle-ci communique au fisc américain le nom d'environ 250 clients qui auraient fraudé. C'est non seulement une première brèche dans le secret bancaire suisse (quelques jours plus tard, la justice américaine va plus loin en exigeant la communication du nom de 55 000 clients qui seraient titulaires de « comptes secrets illégaux »), mais c'est aussi l'amorce d'une lutte contre les paradis fiscaux. Les Européens semblent eux-mêmes davantage déterminés sur ce dossier difficile.

Le 20, conférence de presse de J.-C. Trichet à Paris. Pour lui, la BCE est « une ancre de stabilité dans un environnement où la mer est démontée ». La preuve de l'importance de la tempête est dans la hausse des 2/3 du total du bilan de la BCE, ce qui mesure en effet l'effort consenti pour éviter que la crise de liquidité devienne systémique.

En cette fin de semaine, les Bourses s'enfoncent dans la crise baissière : le CAC 40 perd 8,25% (il est à 2 750 points), le DAX 9,03%, le Footsie 7,17%, le Dow Jones 7,15% et le Nikkei 4,67%.

Le 22, réunion à Berlin du G4, c'est-à-dire des 4 pays européens qui font partie du G20 (Allemagne, France, Royaume-Uni, Italie), auxquels se sont ajoutés l'Espagne et les Pays-Bas, la présidence tchèque, le Président de la BCE, celui de la Commission européenne et celui de l'Eurogroupe. Cette réunion a à son ordre du jour la préparation de la réunion du G20 prévue à Londres le 2 avril mais elle est contrainte, par l'actualité, d'évoquer aussi les difficultés économiques et financières de plusieurs pays de l'Europe centrale et orientale (en particulier, la Lettonie est au bord de la faillite, et la Hongrie et la Roumanie sont en grande difficulté). Ces difficultés peuvent avoir de négatives répercussions non seulement sur l'euro mais aussi sur la situation des banques de l'Europe de l'Ouest qui ont d'importants engagements dans ces pays. D'ailleurs, les pays réunis à Berlin font la proposition, dans l'optique du prochain G20, de doubler les ressources du FMI pour que celui-ci soit davantage en mesure d'aider les pays en difficulté. D'ores et déjà, la BERD, la BEI et la Banque mondiale décident d'aider les pays de l'Europe de l'Est.

Le 23, la Bourse de New York tombe à son plus bas niveau depuis 12 ans...

La dernière semaine du mois se termine par une confirmation de la crise boursière : le CAC 40 perd 1,75% en cotant 2702 points, le DAX 4,26%, le Footsie 1,52%, le Dow Jones 4,11% ; seul le Nikkei finit la semaine en hausse, + 2,05%. La dépression des Bourses s'explique non seulement par les risques de déflation mais aussi par le fait que la crise financière est elle-même loin d'être terminée : le FMI estime à 2 200 milliards de dollars le coût total pour le système financier, sachant que seulement 800 ont été révélés à ce jour...

• Mars 2009 ->

1^{er} mars : réunion à Bruxelles des chefs d'Etat et de gouvernement de l'UE. À défaut de pouvoir se mettre d'accord sur un plan de soutien concerté pour se porter au secours des pays de l'Europe de l'Est en difficulté, les États membres de l'UE envisagent d'accélérer l'entrée de ces pays dans la zone euro de façon à ce qu'ils soient protégés par la monnaie unique. *Si cette position traduit donc un changement de point de vue assez radical, il subsiste malgré tout des oppositions entre les Européens, et spécialement entre la France et l'Allemagne, sur la question de l'intérêt à revoir, à l'occasion de la crise actuelle, les critères d'entrée dans la zone euro.* Tout cela conduit à se poser la double question pratique de la cohésion de la zone euro, à court terme, et de sa viabilité, à long terme, et une question davantage analytique : la zone euro protège-t-elle effectivement les pays qui en font partie ? La réponse que l'on peut faire à cette question est paradoxale. La protection qu'assure la zone euro peut avoir des effets pervers supérieurs aux avantages recherchés : comme l'écrit J.-P. Petit (Expansion n°739 de mars 2009), « l'euro a trop protégé les pays, il a désarmé l'esprit de réforme, favorisé des bulles de dettes et d'actifs par la baisse généralisée des taux longs, au détriment de la croissance à long terme. À force de favoriser la croissance artificielle de la demande intérieure, Espagne, Portugal, Grèce, Irlande, Italie, etc. ont massivement accru les déficits extérieurs, et, aucune sanction n'étant possible par la voie du change, ce sont les marchés de taux qui ont été frappés ». En ce qui concerne les pays baltes (Lituanie, Estonie, Lettonie), leur entrée dans la zone euro devient de plus en plus problématique : le système de change MCE2 mais avec des règles encore plus contraignantes (celles du currency board pour les deux premières et de l'ancrage pour la troisième), font que leur adoption de l'euro est à la fois de plus en plus souhaitée et de plus en plus difficile. L'impossibilité de dévaluer prive ces pays d'une politique qui pourrait leur être utile pour diminuer la gravité des problèmes qu'ils rencontrent à l'occasion de la crise et qui les éloignent des critères d'adhésion.

De même que la crise actuelle met à mal la cohésion de la zone euro, elle rend de plus en plus hasardeux l'élargissement de l'UE aux pays des Balkans candidats, officiels et potentiels.

2 mars : le Dow Jones passe sous la barre des 7 000 points. Quand on se rappelle que cet indice dépassait pour la 1^{ère} fois le seuil des 4 000 points en 1995 et que le PIB américain a progressé depuis, en dollars courants, de 95%, l'indice devrait afficher actuellement une valeur environ de 7 800 points, ce qui est en définitive guère supérieur au niveau actuel. La conclusion qu'en tire par exemple M. Hutchinson (Le Monde du 5 mars 2009) est que « la période 1996-2007 ne serait finalement qu'une très longue bulle ».

4 mars : le gouvernement français présente une version rectifiée de son budget pour 2009, suite à des prévisions encore plus pessimistes pour l'évolution du PIB et donc de ses recettes fiscales ainsi que de ses charges : le déficit devrait atteindre 5,6% du PIB, d'où une augmentation de la dette qui pourrait atteindre 74% à la fin de cette année et s'approcher de 78% à la fin de l'année prochaine.

5 mars : la BCE baisse à nouveau ses taux directeurs pour inciter encore davantage les banques à octroyer des crédits. Le Refi passe à 1,5%, ce qui correspond à un plus bas historique. La BCE revoit à la baisse ses prévisions d'évolution du PIB pour l'année 2009, en passant de -0,5% à -2,7%. Par ailleurs, le Président de la BCE aborde plusieurs points significatifs de la gravité de la crise : il annonce pratiquement une poursuite de la baisse des taux directeurs, il reconnaît que sont étudiées des mesures « non conventionnelles » ou « atypiques », ce qui signifie concrètement que n'est pas écartée la possibilité de faire fonctionner comme en Angleterre la « planche à billets » pour racheter des emprunts étatiques et des obligations d'entreprises, et il confirme que les Banques centrales de la zone euro n'ont pas été remboursées par 5 banques en faillite, dont Lehman Brothers, des crédits qui leur avaient été accordés pour une somme de 10,3 milliards d'euros.

La BoE baisse également son taux de refinancement d'un demi-point, à 0,5%.

6 mars : au sein des sociétés financières, la crise financière ne met pas à mal seulement les banques, les entreprises d'assurances sont également touchées, surtout suite à la débâcle d'AIG (qui sera finalement démantelée). La ministre française de l'économie n'exclut pas une aide publique pour ces entreprises si leur situation faisait courir un risque systémique.

En la fin de cette première semaine de mars, les places boursières continuent à s'enfoncer : le CAC 40 baisse de 6,22% en cotant 2 534 points, le DAX baisse de 4,61%, le Footsie de 7,82%, le Dow Jones de 6,17% (à 6 627 points), le Nasdaq de 6,10% et le Nikkei de 5,22%.

Mais la deuxième semaine se termine dans l'euphorie : le CAC 40 progresse de + 6,75% (2 705 points), le DAX de 7,83%, le Footsie de 6,31%, le Dow Jones de 9,01%, le Nasdaq de 10,64% et le Nikkei de 5,52%. Étant donné la dégradation des autres indicateurs économiques, on se demande si cela peut durer...

L'EURO

14 mars : réunion des ministres de l'économie et des finances du G20 pour préparer le sommet du 2 avril.

17 mars : pour préparer le Conseil européen des 27 qui doit se tenir les 19 et 20 mars, et pour que les Européens parlent d'une même voix au G20 du 2 avril, A. Merkel et N. Sarkozy écrivent dans une lettre commune que « la première priorité est de bâtir une nouvelle architecture financière internationale » et qu'ils sont « déterminés à obtenir des résultats au sommet de Londres pour le renforcement de la régulation financière internationale ».

En ce milieu du mois de mars, les premiers résultats financiers des grands banques pour 2009 commencent à tomber. Après une année 2008 très mauvaise, il semble que la situation se soit nettement améliorée : de nombreux établissements enregistrent à nouveau des résultats positifs pour leurs activités de marchés. De plus, comme les taux de crédit sont assez élevés mais que le coût du refinancement est très faible, cela participe au rétablissement des marges bénéficiaires des banques. Mais les experts n'en déduisent pas pour autant que le système bancaire est sauvé et que la crise financière est finie. Trop d'incertitudes demeurent. Comme le dit J. Attali (Le Monde du 19 mars 2009), « personne ne connaît la valeur des fonds propres des banques, celle de leurs actifs toxiques va de zéro à moins l'infini ! ».

18 mars : comme la BoE quelques jours auparavant, la Fed prend un ensemble de « mesures non conventionnelles » d'assouplissement quantitatif en annonçant en particulier l'achat sur 6 mois d'emprunts du Trésor jusqu'à 300 milliards de dollars. Autant dire que la Banque centrale américaine va faire fonctionner la planche à billets pour faciliter le crédit par l'abaissement des taux longs. Notons que la BoJ décide ce même jour d'augmenter ses achats de bons du Trésor.

La question du financement monétaire du déficit public justifie ici plusieurs remarques importantes :

- *Comme l'analyse Michel Aglietta (Le Monde du 21 mars 2009), « en achetant des bons du Trésor à prix constant pour créer de la monnaie centrale, les banques centrales deviennent asservies au budget de l'Etat, ce qui supprime de facto leur indépendance ».*

De ce point de vue, comme la BCE se refuse à prêter ses concours aux Etats-membres, conformément au traité de Maastricht, elle préserve son indépendance.

« L'interdiction du financement monétaire est définie à l'article 123 (1) du Traité, qui interdit à la BCE ou aux BCN des États membres d'accorder des découverts ou tout autre type de crédits aux institutions, organes ou organismes de l'Union, aux administrations centrales, aux autorités régionales ou locales, aux autres autorités publiques, aux autres organismes ou entreprises publics des États membres ; l'acquisition directe, auprès d'eux, par la BCE ou les BCN, des instruments de leur dette est également interdite (...) L'interdiction de financement monétaire est essentielle pour faire en sorte que l'objectif principal de la politique monétaire, à savoir le maintien de la stabilité des prix, ne soit pas compromis. De plus, le financement du secteur public par la banque centrale réduit les pressions en faveur de la discipline budgétaire. » (Rapport sur la convergence, BCE, mai 2010).

- *La monétisation - partielle - de la dette publique apparaît non seulement comme nécessaire pour faire face à la crise actuelle mais également souhaitable pour éviter la survenance d'une crise prochaine de surendettement. Sur cette question, il faut lire l'article d'André Grébine paru dans Le Monde du 30 octobre 2010 (page 19).*
- *Le financement monétaire du déficit public prend en réalité deux voies : la voie directe des concours de la Banque centrale et la voie indirecte lorsque les banques commerciales achètent des titres publics pour se refinancer. Les banques commerciales de la zone euro le font massivement.*
- *Le financement monétaire des déficits publics permet de s'affranchir des contraintes de la soutenabilité de la dette. La seule limite est celle de toute création monétaire : l'offre de monnaie doit rester en relation avec la demande de monnaie.*

Les Bourses terminent la troisième semaine de mars sur la lancée favorable de la deuxième : le CAC 40 gagne 3,16%, le Dax 2,91%, le Footsie 2,38%, le Dow Jones 0,75%, le Nasdaq 1,8% et le Nikkei 10,39%. La meilleure santé des sociétés financière, jointe au rebond des cours de matières premières, en particulier du pétrole, est la principale explication de ces progressions boursières.

23 mars : Le nouveau secrétaire d'État au Trésor américain, Timothy Geithner, présente un plan important pour soulager les banques des leurs créances toxiques, d'origine essentiellement hypothécaire. Ce plan prévoit essentiellement la création d'une « bad bank » avec un partenariat

L'EURO

public-privé ; il pourrait atteindre 1 000 milliards de dollars. Dès l'annonce de ce plan, Wall Street fait un bond de + 6,84%...

Ce même 23 mars, après que le Premier ministre ait dit le 13 mars ses inquiétudes sur la sûreté des actifs détenus par son pays (les réserves de la Chine représentaient en 2008 près de la moitié de son PIB, et elles ne s'arrêtent pas de progresser de manière exponentielle pendant toutes les années 2000 et 2010, en passant de presque 0 à 3000 milliards de dollars), la Banque centrale chinoise remet en cause la suprématie du dollar en souhaite que le monde choisisse une nouvelle devise de référence dont la gestion serait assurée par le FMI, une « monnaie de réserve "super souveraine" ». Il faut reconnaître que la politique monétaire de la Fed a en ce moment pour seul objectif d'empêcher l'économie domestique d'entrer en déflation, y compris en générant de l'inflation, ce qui est contraire aux intérêts de tous ceux qui, à l'étranger, détiennent des dollars. Le Président Obama répondra dès le lendemain qu'il écarte complètement une telle proposition en estimant que le dollar est très fort en ce moment et qu'il est fort parce que les États-Unis ont l'économie la plus forte et le système politique le plus stable du monde : on imagine que les raisons de l'opposition des États-Unis sont davantage d'ordre géostratégique que d'ordre monétaire. De son côté, le FMI estime que c'est une idée intéressante mais qui concerne plutôt le long terme ; et son directeur général, Dominique Strauss-Kahn, reconnaîtra quelques semaines plus tard que, paradoxalement, cette crise qui touche d'abord et avant tout les États-Unis n'affecte pas vraiment la suprématie du dollar.

En tous les cas, la situation mondiale actuelle est marquée par une profonde dissymétrie : les États-Unis consomment trop - l'équivalent de leur revenu augmenté de celui de l'Inde -, n'épargnent pas assez - le taux d'épargne des ménages américains a été souvent négatif ces dernières années - et ils importent trop, d'où au total des déficits vertigineux. La Chine ne consomme pas assez, épargne trop - pratiquement la moitié de son revenu - et elle exporte trop, d'où au total des excédents excessifs. Faisons ici une remarque historique importante concernant le développement des économies émergentes : alors qu'au cours des années 1980 et 1990, celui-ci s'est réalisé par importation d'épargne, conformément à la théorie libérale des mouvements internationaux de capitaux mais avec au bout du compte de fortes crises dans ces pays qui ont cassé leur croissance, il se fait au cours de ces années 2000 par exportation d'épargne, avec au bout du compte une forte crise... venant de la plus grande économie mondiale, celle d'un pays du Nord, les États-Unis ; mais ces transferts d'épargne du Sud vers le Nord qui favorise la finance globalisée restent un facteur puissant de la croissance des pays du Sud. Si bien que c'est l'épargne des Chinois qui permet aux Américains de surconsommer et les exportations chinoises alimentent le déficit extérieur américain. Notons cependant que depuis le milieu de l'année 2009 on constate d'un côté qu'en Chine une classe moyenne se développe, qui consomme davantage et épargne moins et, de l'autre, que les Américains, dont le taux d'épargne était nul avant la crise, consomment moins maintenant et ont un taux d'épargne qui dépasse les 5%, surendettement oblige. Cette double évolution a le mérite de conduire à un rééquilibrage des échanges. Beaucoup d'experts considèrent que le cours du yuan a aussi une part importante de responsabilité dans cette situation sino-américaine et qu'il faudrait réévaluer la monnaie chinoise : la Chine fait preuve d'un véritable protectionnisme monétaire et mène une stratégie absolument non coopérative (la preuve en sera donnée lors du sommet de Nankin de fin novembre 2009 entre la Chine et l'Europe qui sera un dialogue de sourds). Notons que la réévaluation du yuan aurait pour effet bénéfique non seulement de rééquilibrer les conditions de la compétitivité internationale mais aussi de renforcer le pouvoir d'achat des ménages chinois, ce qui serait un facteur supplémentaire pour substituer aux exportations la demande intérieure comme moteur principal de la croissance chinoise. Il convient cependant de remarquer, comme le font A. Breder et F. Pisani (La crise de la finance mondialisée, La Découverte, 2009), que lorsque l'on ne se contente pas de raisonner en rapportant le taux de change de PPA au taux de change courant mais que l'on tient compte également du niveau de développement relatif du pays, le yuan ne paraît pas actuellement sous-évalué. Dans une note Natixis de fin janvier, son économiste en chef Patrick Artus rejoint A. Breder et F. Pisani : il considère d'emblée que la monnaie chinoise est a priori sous-évaluée de 50%, mais que, « compte tenu de son revenu par tête, le degré de sous-évaluation réel de la Chine n'a rien d'anormal » et l'estime alors à 12%, ce qui est relativement faible. Le taux de change de la monnaie chinoise déséquilibre malgré tout les conditions mondiales de compétitivité et ce faux équilibre États-Unis/Chine n'est pas sain, et il est surtout contraire aux intérêts de l'Europe : il fait dépendre la situation de l'Europe des stratégies économiques des États-Unis et de la Chine et il fait dépendre la valeur de l'euro des politiques de change menées pour le dollar et pour le yuan ; les fluctuations de notre monnaie unique trouvent là leur principale explication. Sans parler de l'effet « désindustrialisant » qu'a la politique chinoise sur les économies occidentales. Une prise de conscience européenne est urgentement nécessaire pour que notre continent ne soit pas mis à l'écart des choix économiques et monétaires fondamentaux ; mais mettre un terme à cet équilibre pernicieux nécessite une transition prudente. Signalons qu'en fonction des évolutions de ces premiers mois de 2009, les déséquilibres dont souffrent les États-Unis évoluent : alors que le taux d'épargne des ménages est déjà en train de se redresser et que le déficit commercial diminue, c'est du côté du déficit public et de

L'EURO

l'augmentation du niveau général des prix qu'il faut anticiper les risques à venir. Indiquons pour finir cette remarque, et à nouveau à propos de l'impact de l'économie chinoise sur les déséquilibres mondiaux, que les effets seraient peut-être encore plus redoutables pour l'économie mondiale si la Chine développait de plus en plus une économie d'autosubsistance à partir des progrès de son industrie et des gains de pouvoir d'achat de sa classe moyenne. À ces effets négatifs s'ajoute de surcroît un nouveau risque : beaucoup de ménages chinois s'endettent pour acquérir leur logement et on assiste à une forte hausse des prix dans l'immobilier. Si bien que, si cela s'amplifie, la formation d'une bulle n'est pas à exclure : les autorités monétaires chinoises envisagent d'ailleurs un encadrement du crédit.

Plus fondamentalement encore, quand on réfléchit à la question de l'équilibre commercial sino-américain et à celle du change du yuan, on doit se demander si une évolution géostratégique d'une tout autre ampleur n'est pas en train de se produire : à l'accord tacite entre les deux plus grandes puissances économiques du monde (la Chine a dépassé le Japon à la faveur de 2010), succède peut-être en ce moment une sourde mais implacable rivalité. La Chine fait preuve d'une assurance de plus en plus insolente et se comporte comme si elle estimait que la domination occidentale de ces derniers siècles n'était en définitive qu'une parenthèse dans l'histoire des civilisations, et que l'heure de sa revanche avait maintenant sonné.

26 mars : devant la Commission des services financiers du Congrès, Timothy Geithner présente un plan de re-réglementation du système financier national. Ce plan prévoit en particulier la disparition des produits trop exotiques comme les CDS et la surveillance des nouveaux produits dérivés ainsi que des acteurs actuellement non réglementés comme les hedge funds et les fonds d'investissement. Il veut aussi que la nouvelle réglementation concerne en priorité les établissements financiers les plus importants puisque ce sont eux qui peuvent faire le plus de dégâts.

Les Bourses, en cette dernière semaine de mars confirment leur rebond : le CAC 40 gagne 1,77%, le Dax 3,31%, le Footsie 1,46%, le Dow Jones 6,84%, le Nasdaq 6,03% et le Nikkei 8,57%.

En fin de ce mois de mars 2009, la Banque mondiale publie les statistiques suivantes (variation annuelle en pourcentage, sauf pour les taux d'intérêt et pour le prix du pétrole), qui expriment non seulement les valeurs de 2006, les estimations pour 2007 mais aussi les prévisions pour les années 2008 à 2010. Pour une mise à jour régulière de ce tableau, consulter la page Internet à l'adresse : <http://go.worldbank.org/I8JETU74T0>.

L'EURO

				2006	2007e	2008p	2009p	2010p
<i>Situation mondiale</i>								
VOLUME du commerce mondial				9,8	7,5	6,2	-2,1	6,0
Prix à la consommation								
	Pays du G7 ^{a,b}			2,2	1,7	3,3	1,6	1,8
	États-Unis			3,3	2,6	4,5	2,5	2,8
Prix des produits de base (en dollars)								
	Produits de base autres que le pétrole			29,1	17,0	22,4	-23,2	-4,3
Prix du pétrole (USD/baril) ^c				64,3	71,1	101,2	74,5	75,8
	Prix du pétrole (% de variation)			20,4	10,6	42,3	-26,4	1,8
Valeur unitaire des exportations de produits manufacturés ^d				1,6	5,5	9,0	2,1	1,3
Taux d'intérêt								
	\$, à 6 mois (%)			5,2	5,3	3,3	1,9	2,5
	€, à 6 mois (%)			3,1	4,3	4,9	3,8	4,2
<i>Croissance réelle du PIB °</i>								
Monde				4,0	3,7	2,5	0,9	3,0
	Pour mémoire : Monde (pondérations PPA) ^f			5,0	4,9	3,6	1,9	3,9
	Pays à revenu élevé			3,0	2,6	1,3	-0,1	2,0
	Membres de l'OCDE			2,9	2,4	1,2	-0,3	1,9
	Zone euro			2,9	2,6	1,1	-0,6	1,6
	Japon			2,4	2,1	0,5	-0,1	1,5
	États-Unis			2,8	2,0	1,4	-0,5	2,0
	Non membres de l'OCDE			5,5	5,6	4,3	3,1	5,3
	Pays en développement			7,7	7,9	6,3	4,5	6,1
	Asie de l'Est et Pacifique			10,1	10,5	8,5	6,7	7,8
	Chine			11,6	11,9	9,4	7,5	8,5
	Indonésie			5,5	6,3	6,0	4,4	6,0
	Thaïlande			5,1	4,8	4,6	3,6	5,0
	Europe et Asie centrale			7,5	7,1	5,3	2,7	5,0
	Pologne			6,2	6,6	5,4	4,0	4,7
	Russie			7,4	8,1	6,0	3,0	5,0
	Turquie			6,9	4,6	3,0	1,7	4,9
	Amérique latine et Caraïbes			5,6	5,7	4,4	2,1	4,0
	Argentine			8,5	8,7	6,6	1,5	4,0
	Brésil			3,8	5,4	5,2	2,8	4,6
	Mexique			4,9	3,2	2,0	1,1	3,1
	Moyen-Orient et Afrique du			5,3	5,8	5,8	3,9	5,2
	Algérie			1,8	3,1	4,9	3,8	5,4
	Égypte			6,8	7,1	7,2	4,5	6,0
	Iran			5,9	7,8	5,6	3,5	4,2
	Asie du Sud			9,0	8,4	6,3	5,4	7,2
	Bangladesh			6,6	6,4	6,2	5,7	6,2
	Inde			9,7	9,0	6,3	5,8	7,7
	Pakistan			6,2	6,0	6,0	3,0	4,5
	Afrique subsaharienne			5,9	6,3	5,4	4,6	5,8
	Kenya			6,1	7,1	3,3	3,7	5,9
	Nigéria			5,2	6,5	6,3	5,8	6,2
	Afrique du Sud			5,4	5,1	3,4	2,8	4,4
Pour mémoire								
	Pays en développement							
	À l'exclusion des pays en transition			7,8	7,9	6,3	4,6	6,2
	À l'exclusion de la Chine et de l'Inde			6,0	6,1	5,0	2,9	4,7

• Avril 2009 ->

L'EURO

Jeudi 2 avril : La BCE abaisse à nouveau son taux directeur à 1,25%, donc d'un quart de point alors que beaucoup pensaient que la baisse atteindrait un demi-point. J.-C. Trichet précise que la discussion sur d'éventuelles mesures non conventionnelles est reportée à la prochaine réunion du conseil monétaire.

Jeudi 2 avril aussi, et surtout : réunion du G20 à Londres.

Dès le 3 avril, on peut lire sur le site Internet du Premier ministre français :

« Le sommet du G20 a posé le 2 avril les jalons d'un nouvel ordre économique mondial, s'appuyant notamment sur des nouvelles ressources accordées au FMI pour lutter contre la crise et la constitution de listes visant à identifier les paradis fiscaux. Les mesures décidées à Londres vont renforcer la cohérence des régulations nationales et le cadre des critères financiers internationaux, décourageant les prises de risques excessives. Le président de la République, Nicolas Sarkozy, s'est déclaré "heureux" que ce sommet soit allé "au-delà de ce que nous pouvions imaginer". Faisant valoir que "le G20 s'engage pour une nouvelle régulation financière internationale que la France avait appelée de ses voeux", le Premier ministre, François Fillon, a souligné dans un communiqué "l'ampleur exceptionnelle des plans de relance que les pays du G20 s'engagent à mettre en oeuvre sans délais". "La France a toujours considéré que la régulation financière et la relance économique doivent aller de pair : sans retour de la confiance dans les banques et le système financier, il ne peut y avoir de reprise durable de l'économie", insiste le chef du Gouvernement. "Enfin, ajoute-t-il, le G20 envoie un message sans ambiguïté sur la volonté de la communauté internationale d'aider les pays confrontés à des crises financières et les pays les plus pauvres touchés par la crise."

Extraits du communiqué final du G20

"Nous faisons face au plus grand défi des temps modernes posé à l'économie mondiale. Une crise qui s'est aggravée depuis notre dernière rencontre, qui touche les vies de femmes, d'hommes, et d'enfants dans tous les pays et face à laquelle tous les pays doivent s'unir pour la résoudre. Une crise mondiale demande une solution mondiale", insiste le communiqué final du G20 publié le 2 avril à l'issue du sommet.

"Nous partons du principe que la prospérité est indivisible, que la croissance pour être durable doit être partagée (...). Nous pensons que la seule fondation sûre d'une mondialisation soutenable et de l'augmentation de la prospérité pour tous est une économie ouverte fondée sur le principe de marché, une régulation efficace et des institutions mondiales solides."

"Nous nous sommes engagés aujourd'hui à faire tout ce qui est nécessaire pour :

- 1- rétablir la confiance, la croissance et l'emploi ;
- 2- réparer le système financier pour rétablir le crédit ;
- 3- renforcer la régulation financière pour maintenir la confiance ;
- 4- financer et réformer nos institutions financières pour surmonter cette crise et en empêcher d'autres ;
- 5- promouvoir le commerce mondial et l'investissement et rejeter le protectionnisme ;
- 6- bâtir une reprise écologique et soutenable."

Triplement des ressources du FMI

Pour "affronter le plus grand défi auquel fait face l'économie mondiale dans les temps modernes", le G20 a décidé de tripler les ressources du Fonds monétaire international (FMI) à 750 milliards de dollars, d'autoriser le Fonds à émettre des droits de tirages spéciaux (DTS) pour 250 milliards de dollars et à vendre de l'or [le FMI a l'autorisation de vendre plus de 400 tonnes sur les 3217 qu'il possède].

Au total, ces mesures représentent une somme de 1 100 milliards de dollars et constituent, selon le directeur général du FMI, Dominique Strauss-Kahn, "le plus grand plan de relance coordonné jamais décidé".

L'ensemble des mesures prises à ce jour par les pays du G20 devrait permettre d'injecter 5 000 milliards de dollars dans l'économie mondiale d'ici à la fin 2010, selon le Premier ministre britannique, Gordon Brown, hôte du sommet. Selon lui, la réunion marque la naissance d'un "nouvel ordre mondial".

Renforcement de la supervision du système bancaire et de la régulation financière

"La confiance ne sera pas restaurée tant que nous n'aurons pas ramené la confiance dans notre système financier", insiste le communiqué final du G20.

- 1- Le G20 va renforcer la cohérence des régulations nationales et le cadre des critères financiers internationaux, notamment pour "décourager les prises de risques excessives".
- 2- Les règles comptables vont être améliorées et les agences de notation seront mieux encadrées, notamment pour éviter "d'inacceptables conflits d'intérêt".
- 3- Pour les agences de notation financières, un code bonne conduite les obligera à la transparence.
- 4- Les "hedge funds" (fonds spéculatifs) seront désormais réglementés et soumis à une immatriculation obligatoire.
- 5- Le G20 va mettre en oeuvre de nouvelles règles exigeantes sur la rémunération des banquiers et sur les salaires et bonus des dirigeants des établissements financiers. Il prendra des mesures, quand la reprise sera assurée, pour améliorer le capital des banques.
- 6- Les banques dont les traders "auront des politiques risquées en supporteront le prix en termes d'exigences en capital", a insisté Nicolas Sarkozy.

Les ministres des Finances devront fournir un rapport sur la mise en oeuvre de ces décisions lors de leur prochaine réunion de novembre en Ecosse.

L'EURO

Lutte contre les paradis fiscaux

Le G20 va agir contre les juridictions non coopératives, dont les paradis fiscaux. "L'ère du secret bancaire est terminée", insiste le communiqué final.

L'OCDE a publié dans la soirée deux listes de paradis fiscaux :

- 1- une liste noire qui compte le Costa Rica, la Malaisie, les Philippines et l'Uruguay. Cette liste inclut les pays qui ne se sont jamais engagés à respecter les standards internationaux, a précisé l'Organisation de coopération et de développement économiques sur son site internet ;
- 2- une deuxième liste incluant 38 pays, dont le Liechtenstein, les Pays-Bas, la Suisse, le Luxembourg, la Belgique ou Monaco, recense les Etats qui se sont engagés à respecter les règles de l'OCDE mais ne les ont pas "substantiellement" appliquées, selon l'OCDE.

Les sanctions applicables aux pays récalcitrants seront détaillées lors du prochain sommet du G20 en septembre à New York.

Renforcement des institutions financières mondiales

Outre le renforcement de leurs moyens, le G20 veut "réformer le mandat, le champ d'action et la gouvernance" de ces institutions comme le FMI ou la Banque mondiale, et promet de terminer d'ici à janvier 2011 une révision des quotas du FMI. Les dirigeants de ces institutions seront désignés de manière "ouverte, transparente et basée sur le mérite".

Résister au protectionnisme

Le G20 réaffirme qu'il « s'empêchera d'élever de nouvelles barrières » protectionnistes, cela jusqu'à la fin 2010, et reste engagé à « atteindre une conclusion ambitieuse et équilibrée » du cycle de développement de Doha.

Une reprise juste et durable pour tous

Le G20 reconnaît « l'impact disproportionné sur les personnes vulnérables dans les pays les plus pauvres », « la dimension humaine de cette crise » et s'engage à fournir des ressources supplémentaires. Il s'engage à faire autant que possible que la reprise soit écologique ».

Il apparaît que le FMI est appelé à devenir la pièce maîtresse de la nouvelle architecture financière mondiale. Non seulement parce qu'il va être au centre des mesures de soutien à la demande mondiale, mais aussi parce qu'on lui donne les moyens d'être le gendarme de la finance mondiale et la vigie des équilibres macroéconomiques pour prévenir les crises. Il est prévu que la réforme des droits de vote au FMI soit achevée d'ici à janvier 2011. Le FMI va partager le rôle de surveillance et de supervision avec le Conseil de stabilité financière (CSF) qui remplace le Forum de stabilité financière (FSF), créé en 1999 après la crise asiatique des années 97-98. Le CSF bénéficie d'un double élargissement du mandat qu'avait le FSF : d'une part il regroupera toutes les autorités nationales des pays du G20 contribuant à la stabilité financière, et d'autre part sa mission sera de surveiller toutes les institutions financières, les marchés et les produits, y compris les hedge funds, les places off shore et les paradis fiscaux, qui ont une importance systémique, c'est-à-dire dont la faillite pourrait entraîner l'effondrement de tout le système.

En ce qui concerne les paradis fiscaux, l'OCDE utilise 4 critères de définition : des impôts insignifiants ou inexistant, l'absence de transparence sur le régime fiscal, l'absence d'échanges de renseignements fiscaux avec d'autres Etats et le fait d'attirer des sociétés écrans ayant une activité fictive. Pour Mario Draghi, membre du Conseil des gouverneurs de la BCE, et chef du tout nouveau Conseil de stabilité monétaire, l'impact des paradis fiscaux et des primes, bonus et autres stock-options est important sur la crise ; il pense d'ailleurs pouvoir réformer rapidement le système des rémunérations des managers en liant celles-ci aux risques pris et aux résultats obtenus et en revoyant les mécanismes de gouvernance.

En ce qui concerne les plans de relance engagés par les différents pays, le G20 estime leur montant total à 5 000 milliards de dollars.

Rappelons que les mesures de soutien décidées par le G20 sont chiffrées à 1 100 milliards de dollars.

La question inévitable qui se pose est celle du financement de ces plans de relance et de soutien ; et la réponse non moins inévitable est que ce sont les contribuables-citoyens qui paieront, par leurs impôts et par l'inflation que risquent d'entraîner à terme les injections successives et massives de liquidités et le fonctionnement répété de la « planche à billets »...

Parmi les mesures décidées, il faut noter aussi l'obligation faite aux banques de conserver dans leur bilan 5% des actifs qu'elles titrisent et leur hors-bilan sera pris en compte dans le calcul des ratios de fonds propres.

Il faut également souligner que ce même jeudi 2 avril, le FASB (Financial Accounting Standards Board), qui fixe les règles comptables aux États-Unis, assouplit de manière unilatérale le principe du « mark to market » qui apparaît comme ayant des effets pervers procycliques. Plus précisément, le FASB permet aux banques de ne pas appliquer la valeur de marché dans leur bilan quand le marché est inactif ou qu'il est en situation de détresse.

L'EURO

Remarque : deux positions seront exprimées fin août 2009 sur la valeur de marché (ou « juste valeur » ou encore « fair value ») :

D'abord, la position exprimée par Christine Lagarde, ministre française des finances, dans une lettre adressée à la Commission européenne, où elle demande que cette méthode comptable ait un domaine d'application plus limité, où elle regrette que l'IASB ait pris le mois précédent des dispositions très éloignées des instructions du G20 et où, par conséquent elle estime nécessaire une réforme de la gouvernance de l'IASB. Notons que Madame Lagarde réitérera ses critiques à l'encontre de l'IASB à l'occasion de la réunion des ministres des finances des 27 à Bruxelles le 2 septembre : selon elle, il faut « faire plier l'IASB ».

Ensuite, le Comité de Bâle fait 4 propositions de réforme des normes comptables pour l'enregistrement des instruments financiers : faire en sorte que les pertes liées aux emprunts soient identifiés le plus tôt possible (pour provisionner en conséquence), ne pas utiliser la « fair value » quand les marchés sont illiquides, accepter la reclassification de certains instruments financiers de la valeur de marché à la valeur historique quand les circonstances le nécessitent, réaliser une harmonisation des normes comptables au niveau international.

Grâce aux résultats du G20, la première semaine d'avril se termine sur les places boursières beaucoup mieux qu'elle n'avait commencé à cause des informations très pessimistes sur la situation de General Motors : le CAC 40 progresse de 4,16%, le DAX de 4,32%, le Footsie de 3,36%, le Dow Jones de 3,1%, le Nasdaq de 4,96% et le Nikkei de 1,42%.

Si les travaux du Sommet de Londres réjouissent ainsi les places boursières, certains en relativisent tout de suite la portée : certes, ce sommet est sans doute le début d'un long chemin qui peut conduire à un gouvernement mondial, mais non seulement ce chemin est très long mais surtout plusieurs embûches en parsèment déjà le commencement. Au-delà du communiqué et des discours, il faut attendre la mise en œuvre des mesures annoncées. Le samedi 4, surlendemain du sommet, les ministres des finances des 27 (en présence du Président de la BCE et de celui de l'Eurogroupe) montrent des divergences quand il s'agit, à partir du rapport établi à la demande de la Commission européenne par un groupe présidé par J. de Larosière, de prendre des mesures concrètes pour assurer une supervision financière plus efficace. On remarque en particulier une opposition entre le souhait des Européens du continent de confier à la BCE la mission de supervision macroéconomique en faisant de son Président le responsable d'un Comité européen du risque systémique, et le souci des Britanniques de préserver les positions de la City. Par ailleurs, certains experts comme J. Attali craignent que ce soient essentiellement les banques américaines qui tirent profit des mesures de sauvetage et de relance prises au niveau mondial. Dans une interview donnée aux Échos (10-11/4/09), J. Stiglitz, « prix Nobel d'économie » en 2001, rejoint ce point de vue quand il commente les résultats du G20 : « Sur les deux points clefs : doit-on permettre aux banques de devenir trop importantes pour faire faillite et doit-on étroitement circonscrire les banques qui sont devenues si importantes qu'elles représentent un risque systémique, il n'y a absolument aucun engagement. Cela s'explique par l'influence des banques américaines, qui mènent toujours la danse ». À quoi on peut ajouter que l'économie américaine pourrait également tirer avantage d'une gestion du change du dollar qui la renforcerait au détriment des autres économies. Mais les créanciers des États-Unis, en particulier la Chine, ne manqueraient sans doute pas de réagir.

Au moment même où le G20 se réunit à Londres, des informations statistiques diverses font poindre une lueur d'espoir sur les possibilités de sortie de crise. Citons, en vrac, l'amélioration de la situation du marché immobilier, de l'industrie et du commerce extérieur aux États-Unis, des signes de reprise d'activité en Chine, le retournement de certains baromètres conjoncturels comme celui du Comité des conseillers du commerce extérieur de la France (CNCCEF) et l'évolution favorable de plusieurs « indicateurs avancés » comme l'indice Baltic qui concerne le transport maritime, lequel représente plus de 80% en volume du commerce mondial.

Quoi qu'il en soit, les banques américaines annoncent pour le premier trimestre 2009 un net redressement de leurs résultats. *À cela il y a 4 raisons principales : la marge confortable que les banques font en prêtant à 4 voire 5% alors que la monnaie centrale leur coûte 0%, les mesures de sauvetage dont elles ont bénéficié, la forte réduction des coûts salariaux et des frais généraux qu'elles ont effectuée à l'occasion de leurs restructurations et la juteuse augmentation des commissions enregistrées sur les transactions sur le marché obligataire.*

Ce regain d'optimisme se traduit sur les places boursières par la poursuite du rebond : à part le Footsie qui perd sur cette deuxième semaine d'avril 1,14%, les autres Bourses enregistrent des progressions : le CAC40 + 0,52% (à 2974 points), le DAX30 + 2,42%, le Dow Jones + 0,82%, le Nasdaq + 1,89% et le Nikkei + 2,45%. La progression continue globalement la semaine suivante : + 3,96% pour le CAC40 à 3 092 points, + 4,14% pour le DAX30, + 2,74% pour le Footsie, + 0,59% pour le Dow Jones, + 1,24% pour le Nasdaq, mais - 0,10% pour le Nikkei.

L'EURO

Les 21 et 22 avril, le FMI publie 2 rapports dont la tonalité est cependant franchement pessimiste. Le 21, dans son « rapport sur la stabilité financière dans le monde », le FMI se montre encore plus pessimiste que lors de ses publications précédentes. Ainsi estime-t-il à plus de 4 000 milliards de dollars les dépréciations d'actifs que risque de causer la crise au système financier mondial (plus de 2 700 pour le système américain, près de 1 200 pour celui de l'Europe et 150 pour celui du Japon). Le FMI considère que les moyens mis en œuvre ne sont pas à la mesure de la gravité du problème : il regrette que les déclarations d'intentions du G20 de Londres ne soient pas vraiment suivies d'effets. Après avoir analysé plus de 120 crises, le FMI en conclut que ce sont les crises qui commencent dans la sphère financière comme la crise actuelle qui sont les plus profondes et durent le plus longtemps. Le 22, le FMI communique ses prévisions pour l'année 2009 : le PIB mondial devrait selon lui baisser de 1,3% (- 3,8% pour les économies développées, + 1,6% pour les PVD et pour les économies émergentes, dont +6,5% pour la Chine). Le FMI déplore le manque de coordination des plans de relance au niveau européen, ce qui explique que le PIB de la zone euro baisserait davantage que celui des États-Unis : - 4,2%, dont -3% pour la France, contre -2,8% pour les États-Unis. Et le commerce international devrait se contracter de 11%, ce qui aurait des effets très négatifs spécialement pour la Russie, l'Allemagne et le Japon.

La Commission européenne produit également des prévisions économiques. Elle montre à cette occasion que si la crise est systémique en ce sens qu'elle touche l'ensemble des pays européens, elle produit cependant des effets plus ou moins négatifs selon les pays. En prenant comme indicateur l'écart de croissance entre la prévision pour 2009 et la moyenne de la période 2000-2007, elle distingue trois groupes de pays (voir l'article de J.-F. Jamet et F. Lirzin reproduit dans « Problèmes économiques » n° 2969 du 15/4/2009) :

Groupe 1 : l'écart est supérieur à 5 points	Lettonie, Estonie, Lituanie, Irlande, Espagne, Luxembourg, Hongrie, Royaume-Uni
Groupe 2 : l'écart est compris entre 4 et 5 points	Finlande, Suède, Danemark, Grèce, Belgique, Pays-Bas, France, Allemagne, Autriche, Italie, Portugal
Groupe 3 : la croissance reste supérieure à +0,5%	Roumanie, Bulgarie, Slovénie, Slovaquie, République tchèque, Chypre, Pologne, Malte.

Ces différences de performances, ajoutées à celles des stratégies publiques, expliquent à la fois les divergences entre taux d'intérêt, les difficultés qu'ont les pays à coordonner leurs efforts de relance et les attaques dont sont victimes les monnaies des pays européens qui ne sont pas dans la zone euro.

Sur les places financières, après plusieurs semaines de hausse, les investisseurs semblent en cette fin de mois d'avril « retomber sur terre » : les indices se mettent à stagner. Le CAC 40 + 0,35% à 3 103 points, le DAX30 - 0,05%, le Footsie + 1,54%, le Dow Jones -0,68%, le Nasdaq + 1,27% et le Nikkei - 2,24%. Autrement dit, les investisseurs comprennent qu'une hirondelle ne fait pas le printemps. Dans sa chronique (Le Monde du 28 avril), Martin Wolf, éditorialiste au Financial Times, avertit qu'il faut faire attention aux désillusions et, faisant référence à un rapport de HSBC, prévient : « la dynamique exceptionnelle de cette crise doit inciter à un optimisme prudent quant à l'échéance et à la rapidité du redressement. Le plus inquiétant, de surcroît, est l'ampleur des mesures nécessaires pour enrayer cette spirale descendante ». D'ailleurs, lors de sa conférence de presse du 29 avril, le Président Obama reconnaît que la crise ne s'apaise guère. Les statistiques du 1^{er} trimestre 2009 montent qu'aux États-Unis l'investissement s'effondre (- 38%) et que la récession s'approfondit (- 6,1% pour le PIB). Mais, malgré ces mauvaises nouvelles, les marchés actions restent bien orientés en la fin de ce mois d'avril : + 1,84% pour le CAC 40 (à 3160 points), + 2,04% pour le DAX 30, + 2,10% pour le Footsie, + 1,69% pour le Dow Jones, + 1,47% pour le Nasdaq et + 3,09% pour le Nikkei.

Comme chaque année, c'est au mois d'avril que le FMI et la Banque mondiale font paraître leur « Rapport de suivi mondial » sur la réalisation des objectifs de développement du Millénaire. Dans ce rapport 2009, les deux institutions internationales multilatérales lancent un véritable SOS :

L'EURO

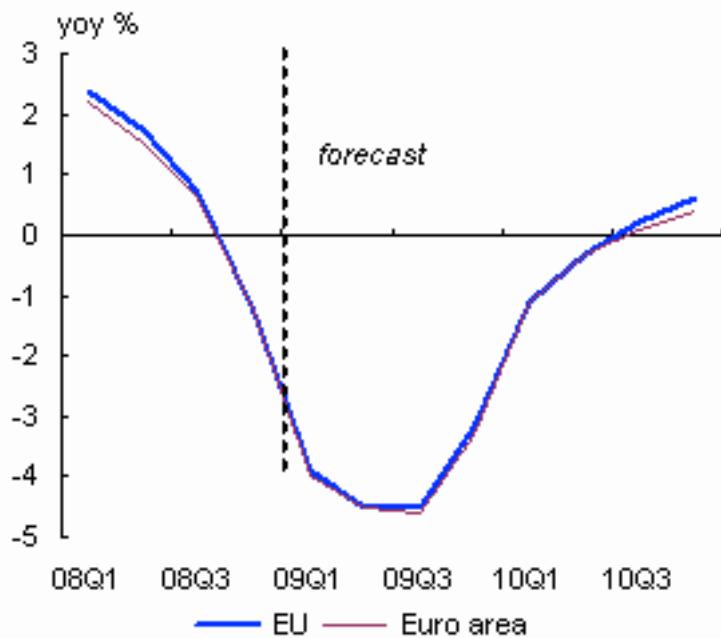
« La crise financière mondiale, la plus grave depuis celle de 1929, est devenue une crise humaine et de développement. Apparue dans les pays développés, la crise a rapidement et inexorablement gagné l'ensemble des pays en développement. Il ne fait plus aucun doute qu'il ne s'agit pas d'une crise passagère. Les pays pauvres sont particulièrement vulnérables car ils ne disposent pas des ressources nécessaires pour redresser la situation. La crise risque de réduire à néant les progrès réalisés non sans mal sur le plan de la croissance économique et des objectifs de développement pour le Millénaire (ODM). Elle compromet l'existence même de plusieurs millions de pauvres, qui sont généralement les plus durement touchés et les moins à même de se protéger contre les crises. (...)

Le net ralentissement de la croissance risque de freiner les progrès sur la voie de la réduction de la pauvreté et de la réalisation des autres ODM. L'augmentation des prix alimentaires entre 2005 et 2008 a acculé quelque 200 millions de personnes de plus à la misère, et près de la moitié d'entre elles resteront engluées dans l'extrême pauvreté alors même que les prix des denrées alimentaires diminuent après leur flambée de hausse. Bien que ceux-ci aient baissé depuis le milieu de 2008, ils demeurent élevés par rapport aux tendances passées, et la crise alimentaire est loin d'être surmontée. Le ralentissement de la croissance causé par la crise financière va renforcer l'impact des prix élevés des produits alimentaires sur la pauvreté. Selon les projections de l'Organisation internationale du Travail, il pourrait y avoir 30 millions de nouveaux chômeurs en 2009, dont 23 millions dans les pays en développement. Si on retient un scénario plus pessimiste, 50 millions de personnes pourraient perdre leur emploi en 2009. Selon les estimations, le nombre de personnes acculées à la misère en 2009 pourrait dépasser de 55 à 90 millions les chiffres prévus avant la crise. Ces chiffres augmenteront si la crise s'aggrave et si la croissance ralentit encore dans les pays en développement. (...) L'expérience montre que l'effondrement de la croissance a de lourdes répercussions sur le développement humain, domaine dans lequel les résultats ont tendance à se détériorer plus rapidement durant les phases de tassement de la croissance qu'ils ne s'améliorent durant les phases d'accélération. (...) Les effets à long terme de la crise sur le développement humain pourraient être plus graves que ceux observés à court terme. Par exemple, la détérioration de l'état de santé des enfants sous-alimentés peut être irréversible, en termes de retard de croissance et de développement des aptitudes cognitives et des facultés d'apprentissage ».

• Mai 2009 ->

Au début de ce mois de mai (le 4), la Commission européenne communique des prévisions économiques plus pessimistes que les précédentes. Elle estime que la crise est pour l'Europe non seulement la plus grave depuis 1945 mais qu'elle y est plus grave qu'aux États-Unis. Dans la zone euro, le chômage devrait connaître une progression record (un taux de 9,9% en 2009 et de 11,5% en 2010) et les finances publiques un énorme déséquilibre (-5,3% du PIB en 2009 et -6,5% en 2010). La Commission anticipe cependant une stabilisation au cours de 2010. *Le profil d'évolution du taux de croissance que la Commission envisage est donné par le schéma suivant. Il s'agit donc plutôt d'un profil en U : c'est donc la réponse de la Commission à la question que se posent des experts depuis plusieurs semaines de savoir si les profils auxquels la crise peut donner lieu ont plus de chances de ressembler à un U, à un V, à un W ou carrément à un L... Selon Daniel Cohen (Le Monde du 16 juin 2009), le scénario W rivalise avec le scénario U. Le fait que certains indicateurs verdissent laisse penser que la sortie de crise est proche. Or, deux séries de facteurs doivent aider à ne pas confondre rebond et reprise. Le premier est que des anticipations trop optimistes peuvent très facilement avoir des effets négatifs : les prix, notamment des matières premières, peuvent s'élèver et rogner les pouvoirs d'achat déjà mis à mal, les taux d'intérêt peuvent s'élèver, et les politiques fiscales se durcir, ce qui ne manquerait pas d'aggraver les pressions à la baisse sur la demande. Deux conclusions : 1) le scénario W montre que, comme pour les maladies, les rechutes peuvent agraver la situation, et 2) les anticipations sont loin d'être toujours autoréalisatrices. Le second facteur est le comportement des opérateurs dans le monde de la finance, qui commencent à se comporter comme avant : comme l'écrit G. Ugeux, ancien directeur du Nyse (Enjeux-Les Écos de juillet-août 2009), les banques préparent déjà un nouvel infarctus du système financier mondial (« Les banques américaines renouent avec la folie des bonus » sera la une du journal Le Monde le 23 juillet). L'histoire économique de la grande dépression laisse elle-même penser que le scénario en W pourrait se vérifier : en effet, n'oublions pas que dès mi-1937, Roosevelt et son gouvernement ont estimé que les effets du New Deal étaient suffisamment importants et que la crise était suffisamment jugulée pour revenir à une politique orthodoxe dans les domaines à la fois monétaire et budgétaire ; d'où une rechute vertigineuse de l'économie et de la finance américaines. Notons aussi qu'un scénario supplémentaire est proposé par Jen-Marc Daniel : celui du signe de la racine carrée. Il pourrait y avoir une reprise suivie d'une croissance plafonnée à une valeur assez basse à cause de faibles gains de productivité.*

EU and euro area growth profile



Le jeudi 7 mai, la BCE baisse le Refi d'un quart de point pour passer à 1%. Mais elle ne modifie pas le taux de la facilité de dépôt : certains regrettent que ce taux n'ait pas bénéficié du mouvement de baisse parce que, s'il avait été amené de 0,25% à 0%, cela aurait pu inciter fortement les banques à se prêter entre elles plutôt que de déposer leurs excédents à la BCE. Par ailleurs, la BCE propose aux banques de leur prêter de sa monnaie non seulement sur une semaine, un mois, trois mois, six mois mais aussi sur un an, à taux fixe et pour des montants illimités. Elle décide aussi d'acheter des « obligations sécurisées », c'est-à-dire des titres privés adossés à des actifs physiques tels qu'immobiliers (en France, il s'agit des obligations foncières). Par contre, elle n'accepte toujours pas de racheter des emprunts d'État comme le font ses consœurs américaine, britannique et japonaise. *Le fait que la BCE cible son action sur le système bancaire s'explique sans doute par le fait que le financement des agents financiers est davantage indirect dans la zone euro qu'aux États-Unis ou en Grande-Bretagne. Il n'empêche que les membres du Conseil des gouverneurs et du Directoire de la BCE ne sont pas d'accord sur la stratégie à adopter : il faut dire que tous les pays de la zone euro ne sont pas concernés au même degré par cette possibilité d'achat d'obligations sécurisées.*

Le soir, le gouvernement américain communique les résultats des « stress tests » des grandes banques : 10 des 19 les plus importantes doivent être recapitalisées, en particulier la Bank of America, qui est la plus fragile. Ces résultats sont moins mauvais qu'on ne le craignait : certains pensent que cela s'explique par le fait que les banques auraient fait pression sur les auditeurs... Les stress tests, « tests de résistance », ou de solidité, ou encore de résilience, consistent à évaluer les effets sur la fragilité du système financier en général et sur le taux de défaillance des banques en particulier de chocs macroéconomiques particulièrement graves tels qu'une forte récession, une forte hausse des taux d'intérêt, d'un important choc pétrolier ou d'un important décrochage des taux de change. Les superviseurs ne sont pas tous d'accord sur l'intérêt qu'il y a à publier les résultats de ces stress tests : si d'un côté la communication est un gage de transparence, elle peut avoir aussi une nature anxiogène. Ainsi, si certains regrettent que des stress tests ne soient pas pratiqués au niveau de la zone euro tout entière, la Banque de France préfère de son côté ne pas diffuser les résultats des stress tests qu'elle pratique.

De leur côté, les places financières restent orientées à la hausse à la fin de cette première semaine de mai : + 4,83% pour le CAC40 (à 3312 points), + 3,03% pour le DAX 30, + 5,15% pour le Footsie, + 4,41% pour le Dow Jones, + 1,15% pour le Nasdaq et + 8,10% pour le Nikkei.

Suite à la décision prise par l'Ecofin du 5 mai, l'UE annonce le mardi 12 que seront mis en place à partir de septembre des tests de résistance pour évaluer la solidité des banques européennes.

L'EURO

Sur les places boursières, la deuxième semaine se termine sur un net renversement de tendance, après une remontée des cours depuis le point bas d'il y a presque deux mois et demi (le 9 mars à Paris), comme si les investisseurs redescendaient sur terre : le CAC 40 baisse de 4,33% (à 3169 points), le DAX 30 de 3,59%, le Footsie de 2,55%, le Dow Jones de 3,57%, le Nasdaq de 3,38% et le Nikkei de 1,78%.

Le 20 mai, le prix du baril monte à plus de 62\$ à New York malgré la baisse de la demande : le marché du pétrole suit donc les places boursières et anticipe comme elles une reprise de l'activité mondiale.

Sur les places boursières, la troisième semaine de mai se termine positivement partout sauf à Tokyo : + 1,86% pour le CAC 40 (à 3228 points), + 3,83% pour le DAX 30, + 0,40% pour le Footsie, + 0,10% pour le Dow Jones, + 0,71% pour le Nasdaq et - 0,42% pour le Nikkei. Sur le marché des changes, l'euro atteint 1,40 dollar, taux qu'il n'avait pas atteint depuis le tout début de l'année ; cela parce que les investisseurs vendent du dollar, étant de moins en moins confiants dans la soutenabilité de la dette américaine. Dans le contexte de la crise, la force de l'euro est coûteuse pour plusieurs pays de la zone, à commencer par l'un des plus importants, l'Allemagne. Cela aggrave le problème de la cohésion de la zone euro.

La quatrième semaine de nouvelles progressions sur toutes les places boursières, sans exception : + 1,54% pour le CAC40 (3278 points), + 0,45% pour le DAX30, +1,21% pour le Footsie, + 2,69% pour le Dow Jones, + 4,87% pour le Nasdaq et + 3,22% pour le Nikkei. Et l'euro continue à monter par rapport au dollar en dépassant le taux de 1,41.

• Juin 2009 ->

La première semaine voit encore des places boursières optimistes : + 1,87% pour le CAC40 (3309 points), + 2,76% pour le DAX30, + 0,47% pour le Footsie, + 3,09% pour le Dow Jones, + 4,23% pour le Nasdaq et + 2,58% pour le Nikkei.

Le 10, l'Allemagne crée une « bad bank » pour permettre aux banques commerciales de se délester de leurs actifs toxiques. C'est une façon de préparer les stress tests bancaires que le FMI demande avec insistance aux pays européens.

Le 16, les dirigeants du « BRIC » (Brésil, Russie, Inde, Chine : 40% de la population mondiale et 15% du PIB mondial) se réunissent pour la première fois. Ils demandent une accélération de la réforme du système financier mondial. Sans évoquer explicitement la question de la suprématie du dollar, la Russie et la Chine veulent que leurs monnaies jouent un rôle plus important dans le SMI.

Cette deuxième semaine du mois de juin montre sur les places boursières une certaine pause après plusieurs semaines successives de hausse soutenue : -0,39% pour le CAC40 (à 3326 points), -0,15% pour le DAX30, +0,8% pour le Footsie, +0,41% pour le Dow Jones, +0,51% pour le Nasdaq et +3,77% pour le Nikkei.

Le 17, le Président Obama annonce un vigoureux programme de réforme de la régulation financière. Le pouvoir de la Fed doit être renforcé en lui confiant la surveillance des institutions financières les plus importantes, autrement dit, celles dont la faillite ferait courir un risque systémique. Des normes de fonds propres et de liquidité plus exigeantes seraient imposées à toutes les institutions financières, et ces normes seraient même renforcées pour les plus grandes de ces institutions. Le Trésor présiderait un Conseil de surveillance des services financiers pour coordonner l'action des divers régulateurs. Et, ce qui soulève beaucoup de critiques, il est prévu la création d'un organisme indépendant chargé de défendre les intérêts des consommateurs de produits financiers (Consumer Financial Protection Agency).

Les 18 et 19 se réunit à Bruxelles le Conseil européen. Le sujet médiatique principal est la confirmation de J. M. Barroso à son poste de Président de la Commission. Mais un sujet également important est le renforcement de la supervision financière en Europe. La réforme aux États-Unis est un élément favorable mais les réticences britanniques jouent négativement. Dans le but d'en finir avec l'émettement de la supervision financière en Europe, il est envisagé de créer un « conseil des risques systémiques » et un « système européen des superviseurs financiers ».

La troisième semaine confirme cette sorte d'hésitation des investisseurs sur les marchés boursiers, qui avait déjà marqué la semaine précédente : -3,15% pour le CAC40 (à 3221 points), -4,53% pour le DAX30, -2,16% pour le Footsie, -2,95% pour le Dow Jones, -1,69% pour le Nasdaq et -3,45% pour le Nikkei. L'hésitation ne porte pas sur la possibilité de reprise mais sur son calendrier.

L'EURO

Mais l'hésitation grossit puisque la quatrième semaine enregistre encore des baisses : -2,84% pour le CAC40 (à 3130 points), -1,30% pour le DAX30, -2,41% pour le Footsie, -1,19% pour le Dow Jones, +0,59% pour le Nasdaq et +0,93% pour le Nikkei.

Entre temps, le 24, et pour la première fois de son histoire, la BCE octroie aux banques des prêts sur une année au lieu de 6 mois maximum jusqu'à maintenant, et cela au taux actuel de 1%, ce qui est bien inférieur au 1,57% actuel de l'Euribor à 12 mois. Cette mesure non conventionnelle a un double objectif : favoriser le refinancement interbancaire et inciter les banques à ne pas restreindre leurs crédits.

Le 30 juin la Cour constitutionnelle allemande prend un arrêt dans lequel elle dénonce le « déficit structurel de démocratie » de l'Union européenne et exige que des droits de codécision du Parlement allemand soient clairement inscrits dans une loi afin de « garantir l'efficacité du droit de vote » des citoyens allemands. Autrement dit, elle craint que Bruxelles n'applique le principe de subsidiarité à l'envers et elle proteste donc contre un processus de « fédéralisation européenne rampante ». Ainsi, cet arrêt entre en complète contradiction avec la Déclaration n°17 du Traité de Lisbonne qui affirme la primauté du droit européen sur le droit national, même constitutionnel.

De plus, s'ajoute à l'arrêt de la Cour constitutionnelle le consensus de tous les partis politiques allemands, du SPD à la CDU-CSU, pour que soit inscrite dans la Loi fondamentale l'interdiction de déficits publics de plus de 0,35% du PIB en période de conjoncture normale, et cela à partir de 2016. En somme, l'Allemagne semble entrer dans un processus de rébellion contre l'Europe et ses institutions, avec toutes les conséquences que l'on peut imaginer pour le fonctionnement de l'économie européenne.

• Juillet 2009 ->

En tout début de mois, les places financières enregistrent des chutes parfois fortes, suite aux mauvais chiffres du chômage américain, ce qui les inquiètent sur les possibilités de reprise au deuxième semestre : -0,33% pour le CAC 40 (à 3119 points), -1,43% pour le DAX30, -0,11% pour le Footsie, -1,87% pour le Dow Jones, -2,27% pour le Nasdaq et -0,62% pour le Nikkei.

Le taux de change oscille autour de 1,40 dollar et la BCE laisse inchangés ses taux directeurs, les estimant « appropriés ».

Les 8 et 9 juillet, le Comité de Bâle fait une proposition pour renforcer le dispositif prudentiel de surveillance des risques de marché, dite « Incremental Risk Charge », ou IRC, et pour changer en conséquence le texte de Bâle II.

Les réactions négatives des Bourses de début de la 1^{ère} semaine se confirment à la fin de la deuxième : les baisses se poursuivent avec -4,37% pour le CAC40 (à 2983 points), -1,62% pour le Dow Jones et -5,39% pour le Nikkei.

Mais on assiste à un franc rebond lors de la 3^{ème} semaine, qui s'explique par de bien meilleurs résultats que prévu par les entreprises pour leur deuxième trimestre, spécialement pour les banques : le CAC40 progresse de + 7,89% (à 3218 points), + 8,79 pour le DAX30, + 8,10% pour le Footsie, + 7,33% pour le Dow Jones, + 1,16% pour le Nikkei.

Ces différentes améliorations, des résultats des entreprises et des banques, et des performances boursières, font que le dollar joue moins son rôle de monnaie-refuge : l'euro grimpe au-delà de 1,42 \$. On a donc affaire à un euro fort, avec toutes les conséquences que nous étudions par ailleurs dans ce document. Le phénomène date d'ailleurs de plusieurs mois et l'euro s'apprécie non seulement par rapport au dollar (le gonflement du déficit public américain joue un rôle décisif et fait même craindre une crise du dollar beaucoup plus grave) mais aussi par rapport aux autres monnaies. Comme le dit A. Bénassy-Quéré (L'Expansion de juillet-août 2009), « c'est l'euro qui sert de variable d'ajustement, et il en sera ainsi tant que le monde n'aura que deux monnaies internationales pour les trois grands pôles économiques que sont l'Amérique du Nord, l'Europe et l'Asie ». Dans ce contexte, la décision de la Banque centrale chinoise qui vient d'être prise revêt une importance particulière : en effet, les transactions commerciales internationales peuvent désormais être réglées en Yuan (les entreprises chinoises sont autorisées à libeller et à effectuer leurs transactions internationales en Yuan au lieu de devoir acheter des dollars à la banque centrale pour les payer), et elles sont même encouragées par des incitations fiscales dans le cadre de certains accords bilatéraux, notamment avec l'Argentine, la Malaisie, l'Indonésie, ... Cette décision peut être interprétée comme un premier pas vers une « internationalisation » de la monnaie chinoise (l'émission, pour la première fois en yuan, de Bons du

L'EURO

Trésor chinois à Hong Kong, le 28 septembre, va dans le sens de l'affirmation du statut international du yuan). *Il est possible de faire ici une remarque générale sur la Chine : de même qu'il est possible de se poser la question de savoir si le capitalisme autoritaire chinois ne donne pas l'exemple d'une configuration institutionnelle du capitalisme particulièrement performante, la question se pose de savoir si on n'assiste pas à l'internationalisation « commandée » d'une monnaie alors que d'ordinaire elle est « spontanée ». Parce que l'internationalisation du yuan semble être en effet menée par les autorités chinoises, avec une progression très prudente, et non pas par les mécanismes du marché des changes.*

À la fin de la 4^{ème} semaine, les places boursières enregistrent encore des hausses sensibles, ce qui commence à faire craindre à certains un renouveau de la déconnexion entre la sphère réelle (les taux de chômage continuent à grimper, et on ne sait toujours pas quelle forme va prendre la reprise : V, U, W, V) et la sphère financière : +4,60% pour le CAC40 (à 3360 points, avec une pointe à plus de 3400 points, du jamais vu depuis janvier, et ce qui représente une augmentation de 33% par rapport aux points les plus bas de mars), +5,04% pour le DAX30, +4,28% pour le Footsie, + 3,99% pour le Dow Jones, +4,21% pour le Nasdaq et +4,80% pour le Nikkei. *Pour nous, ces bonnes performances boursières s'expliquent par deux facteurs, par ailleurs très négatifs : d'un côté, la perspective de bonus élevés, en particulier dans les banques, y compris celles qui ont bénéficié des aides étatiques, et de l'autre la forte réactivité d'entreprises importantes qui se sont adaptées à la nouvelle conjoncture, d'où des résultats trimestriels meilleurs que prévu. Mais cette réactivité soulève deux dangers. D'abord, elle passe par une impitoyable stratégie d'abaissement des coûts qui entraîne de nombreux licenciements : ainsi, contrairement à ce que prétendent certains, il peut bel et bien exister des « licenciements boursiers ». Ensuite, cette stratégie est forcément limitée dans le temps : une entreprise ne peut pas licencier indéfiniment !*

Le mois de juillet se termine en Europe avec 2 records depuis la création de la zone euro : celui de « l'inflation négative » et celui de la hausse du chômage : en taux annuel, l'inflation s'est stabilisée en mai, est devenue négative en juin (-0,1%) et est passée à -0,6% en juillet ; et le taux de chômage s'approche de la barre des 10%.

Sur les places boursières, l'embellie se poursuit : +1,78% pour le CAC40, +1,97% pour le DAX30, +0,69% pour le Footsie, +0,86% pour le Dow Jones, +4,80% pour le Nikkei.

En cette fin de mois de juillet, les finances publiques françaises montrent une très forte aggravation du déficit budgétaire de l'État : en l'espace d'un an, celui-ci a plus que doublé, passant de 51,4 milliards d'euros à 109 milliards. Cela s'explique à la fois par les conséquences dépressives de la crise et par le coût des mesures de relance et de soutien de l'activité.

• Août 2009 ->

Dès le début du mois, sous l'effet des signes de reprise et de l'affaiblissement du dollar, le prix du baril de brut connaît une phase de hausse : il dépasse la barre des 70 \$ à New York.

Le jeudi 6, la BCE annonce le statu quo concernant le niveau de ses taux directeurs. La Banque d'Angleterre maintient également les siens.

Sur les places boursières, la fin de la 1^{ère} semaine enregistre encore des hausses parce que beaucoup annoncent la reprise et que la situation de l'emploi s'améliore aux États-Unis : +2,77% pour le CAC 40 (à 3521 points), + 2,38% pour le DAX 30, + 2,67% pour le Footsie, + 2,16% pour le Dow Jones et + 4,80% pour le Nikkei.

Le mercredi 12, la Fed estime que « l'activité économique se stabilise » mais elle continue à craindre davantage la déflation que l'inflation.

La 2^{ème} semaine du mois se termine moins bien que la 1^{ère} sur les places financières : -0,73% pour le CAC40 (à 3412 points), - 2,75% pour le DAX30, -0,37% pour le Footsie, -0,52% pour le Dow Jones et -2,43% pour le Nikkei. Parce que, même si se multiplient les signes de reprise (B. Bernanke déclare le 21 que « l'activité économique semble être en train de se stabiliser, à la fois aux États-Unis et à l'étranger, et les perspectives de retour à la croissance à court terme semblent bonnes »), le marché du crédit reste étroit et l'horizon reste donc incertain.

D'ailleurs, Olivier Blanchard, chef économiste au FMI, considère certes que la reprise a objectivement commencé ; mais il craint que la croissance plafonne assez vite parce que les effets des relances budgétaires s'estomperont et que les entreprises ralentiront leurs stratégies de restockage. De plus, il redoute, à cause des déséquilibres structurels entre les États-Unis et l'Asie, une baisse du dollar qui pourrait ouvrir une nouvelle période d'instabilité, ce qui serait un facteur supplémentaire très négatif pour la reprise.

L'EURO

Paul Jorion, auteur du livre « Vers la crise du capitalisme américain », paru début 2007 (!), est nettement pessimiste. Il penche plutôt pour le scénario de type « W » puisqu'il déclare (Capital d'août 2009) que « le léger redémarrage de l'économie va mettre au jour des problèmes restés sous le tapis jusqu'à présent, qui entraîneront un nouveau plongeon ». On peut ajouter deux facteurs qui pourraient rendre encore plus probable ce pronostic défavorable : les États semblent impuissants pour empêcher le secteur financier et bancaire à se comporter à nouveau comme si rien ne s'était passé, en particulier en matière de rémunérations, de bonus et de paradis fiscaux, et le risque de pandémie de grippe A à l'automne.

Les statistiques de l'économie de la zone euro produites cet été montrent que le deuxième trimestre 2009 est relativement satisfaisant et bien meilleur que prévu : le niveau d'activité se stabilise puisque le PIB ne diminue que de 0,1% et surtout la France et l'Allemagne connaissent une croissance certes très faible mais positive (+0,3%). *C'est une bonne nouvelle mais trois facteurs font relativiser l'optimisme que l'on pourrait avoir. D'abord, il faut ne pas oublier que la crise est mondiale, et que par conséquent les économies européennes ne peuvent guère compter sur le moteur de leurs exportations. Ensuite, ces exportations concernent essentiellement les biens d'équipement ; or, les commandes de ce type de biens ne se développeront à nouveau que lorsque la reprise sera bien engagée. Enfin, l'euro est aux alentours de 1,42\$-1,43\$, ce qui est un handicap supplémentaire.*

Sur les places boursières, la troisième semaine renoue avec la hausse, grâce aux informations positives sur la situation économique de part et d'autre de l'Atlantique : + 3,45% pour le CAC40 (à 3616 points), + 2,89% pour le DAX30, + 1,98% pour le Dow Jones, + 2,90% pour le Footsie. Mais les places boursières asiatiques sont orientées à la baisse (-3,39% pour le Nikkei) parce que les opérateurs craignent les effets de l'arrêt de la prime à la casse automobile aux États-Unis et ceux de mesures de rigueur bancaire en Chine.

Le 26, la Maison blanche confirme B. Bernanke dans son poste à la tête de la Fed pour un second mandat.

La dernière semaine du mois d'août est assez remarquable sur les marchés : grâce –ou à cause– des informations beaucoup plus optimistes que prévu sur les performances des entreprises, sur leur bonne réactivité, les marchés boursiers enregistrent des hausses sensibles (le CAC40 progresse de +2,14%, terminant à 3693 points, après une pointe à 3724 points, le DAX30 de +1%, le Footsie de 1,20%, le Dow Jones de 0,40% et le Nikkei de 2,89 %) et le dollar perd du terrain face à l'euro qui s'approche de 1,44\$. *L'appétit pour le risque augmente, ce qui, à la fois, pousse aux achats de titres les gérants d'OPCVM et les investisseurs privés (en attendant que suivent éventuellement les investisseurs institutionnels, à moins que l'évolution peu encourageante des crédits accordés aux entreprises et aux ménages inquiète trop les marchés) et détourne les opérateurs de la monnaie-refuge qu'est la monnaie américaine.*

31 août : en prévision du prochain G20 qui doit se tenir à Pittsburgh les 24 et 25 septembre, la Chancelière allemande A. Merkel et le Président de la République française N. Sarkozy profitent de leur rencontre à Berlin pour réaffirmer leur accord sur l'impérieuse nécessité de réformer profondément le système financier international et de « contrer la récidive bancaire » pour reprendre l'expression de M. Wolf dans Le Monde du 1^{er} septembre. Comme le dit N. Sarkozy, « partout dans le monde, les gens sont ulcérés par la pratique de bonus extravagants ». Cette question des bonus est en effet cruciale avec celle des normes de fonds propres : en effet, toutes deux concernent ce qui est au cœur de la crise, la gestion du risque. Cet accord doit se traduire par une lettre envoyée au Président en exercice de l'Union européenne (le premier ministre suédois F. Reinfeldt) pour que l'Europe parle d'une seule et même voix au prochain G20. Cette lettre sera envoyée le 3 septembre, après que des discussions aient permis de convaincre Gordon Brown, le premier ministre de Grande-Bretagne, de joindre sa signature à celle d'A. Merkel et de N. Sarkozy. *La signature anglaise n'est pas tellement surprenante quand on se souvient du rôle très actif qu'a joué G. Brown dans la lutte contre la crise et lors du G20 de Londres en avril mais elle est en même temps très importante parce que Londres c'est aussi la City... L'UE semble ainsi prendre une position beaucoup plus nette et plus volontariste que les États-Unis.*

• Septembre 2009 ->

Le 2, lors de la réunion à Londres des ministres des finances de l'UE, dont l'objectif essentiel est de préparer le G20 de Pittsburgh, il est décidé de porter à 125 milliards d'euros la contribution de l'UE au FMI au lieu des 75 promis lors du G20 de Londres dans le cadre du triplement des ressources de l'Institution internationale dans le but de secourir plus efficacement les pays mis à mal par la crise.

L'EURO

Ainsi l'UE devient-elle le premier contributeur à ce triplement, ce qui renforce sa position au sein de l'Institution.

Le 3, la BCE laisse ses taux directeurs inchangés. Mais sa politique monétaire n'en est pas pour autant normalisée : elle annonce en effet que ses opérations de refinancement à un an ne sont pas terminées puisque la prochaine aura lieu à la fin du mois (ce sera la deuxième après celle de fin juin). Son Président estime que « la période de contraction significative de l'activité économique touche à sa fin et elle est maintenant suivie par une stabilisation et une reprise très progressive ». Ce diagnostic est assez proche de celui de l'OCDE : la reprise a bel et bien commencé mais elle sera relativement lente.

Sur toutes les places boursières, la première semaine du mois de septembre se termine sur des baisses : -2,56% pour le CAC40 (à 3599 points), -2,41% pour le DAX30, -0,36% pour le Footsie, -1,08% pour le Dow Jones, -3,29% pour le Nikkei. Les marchés d'actions craignent que la reprise ne soit conforme au scénario en « W » et sont inquiétés par l'évolution de l'emploi.

Remarques :

- 1) *Le marché financier ne se résume pas aux marchés d'actions : il y a également le marché obligataire. L'évolution des marchés obligataires (repérée dans celle de leurs taux) dépend en grande partie de trois facteurs : la politique monétaire, le niveau de la dette publique et la dynamique des marchés d'actions dans la mesure où les investisseurs ont toujours à arbitrer entre obligations et actions selon le degré de risque qu'ils souhaitent prendre. Par conséquent, on devrait observer des tendances un peu parallèles entre les courbes des marchés d'actions et celles des marchés d'obligations. Or, depuis un bon mois, il n'en est rien : les marchés obligations montrent une grande stabilité alors que les marchés d'actions sont assez volatiles. Les taux obligataires évoluent en effet en ce moment dans des fourchettes relativement étroites, et spécialement basses (3,20%-3,30% en Allemagne, 3,50%-3,60% en France, pour les taux à 10 ans). La question qui se pose alors est de savoir dans quelle mesure les marchés obligataires, donc les taux longs, réagiront d'une part aux changements de politique monétaire, donc sur les taux courts, que la reprise pourrait susciter chez les banquiers centraux, et d'autre part à l'effet d'éviction que pourrait avoir le financement des dettes publiques qui ne cessent de s'alourdir. En attendant, les entreprises retrouvent sur les marchés obligataires des conditions normales de financement, telles qu'elles étaient avant la faillite de Lehman Brothers : la prime de risque qu'elles doivent consentir, c'est-à-dire la différence de taux pour leurs obligations avec les emprunts d'État, s'est nettement réduite, d'environ des deux tiers depuis le début de l'année (une autre façon de dire la même chose est de constater qu'au taux de 5% les entreprises ne pouvaient emprunter qu'à 5 ans au début de l'année, mais sur 7 ans quatre mois plus tard, puis sur 10 ans au début de l'été et sur davantage encore à la fin de l'été).*
- 2) *On a déjà indiqué plus haut que le scénario de reprise peut, selon les pronostics qui sont faits, prendre la forme d'un V, d'un W, d'un L, d'un U ou encore du signe de la racine carrée. Cette dernière forme semble réaliser actuellement un certain consensus. Cela signifie que l'on pourrait certes renouer plus ou moins rapidement avec la croissance mais que celle-ci resterait faible assez longtemps : comme le dit Patrick Artus (Enjeux-Les Échos de septembre 2009, p. 10), « des deux points de croissance que nous connaissons jusqu'ici, un était dû à l'endettement, l'autre était prélevé par les charges sociales. L'endettement c'est fini. Il ne reste plus rien ».*

Lors du premier week-end du mois, deux réunions importantes se tiennent sur les questions posées par la crise financière, spécialement en matière de régulation et de surveillance des banques. L'une, à Londres, réunit les ministres des finances du G20 pour préparer le sommet de Pittsburgh. L'autre, à Bâle, réunit les principaux banquiers centraux de la planète qui se mettent d'accord sur un certain nombre de mesures qui viennent compléter celles de Bâle II, déjà remaniées en juillet. Le Comité de Bâle recommande en particulier l'amélioration de la qualité, de la cohérence et de la transparence du « Tier 1 » du capital de base (c'est-à-dire le noyau dur des capitaux propres des institutions financières), l'introduction d'un ratio de levier financier et d'une norme générale minimale de liquidité, la mise en place d'un cadre contracyclique pour les montants minimaux en fonds propres, et des mesures pour réduire le risque systémique dû au comportement des banques transfrontalières. Les deux réunions convergent pour reconnaître la nécessité de mesures empêchant les grandes banques de faire courir le risque systémique à toute la planète finance sous prétexte que « too big to fail » (TBTF).

Au lendemain de ce premier week-end, donc en début de la seconde semaine de septembre, plusieurs records datant d'au moins un an tombent : l'euro dépasse 1,45\$, l'once d'or dépasse les 1 000 dollars et l'argent frôle les 17\$ l'once. La période de grand trouble de 2008 passée, l'or se remet à évoluer en sens inverse du dollar : il retrouve son rôle de valeur refuge. Ces records semblent réactiver deux idées qui sont

L'EURO

dans l'air depuis un certain temps : la situation monétaire et financière peut déboucher sur le gonflement de nouvelles bulles spéculatives ; et le dollar, hier encore valeur refuge, devient monnaie spéculative au travers des stratégies de « carry trade » qui consistent à emprunter des dollars américains dont les taux sont plus bas qu'ailleurs pour les céder contre des monnaies qui rapportent davantage (le Libor US à 3 mois est actuellement le taux interbancaire le plus faible du monde). Sur les places financières, la fin de cette deuxième semaine de septembre renoue avec les hausses car les Bourses sont dynamisées par deux séries de facteurs. D'une part, se multiplient les déclarations optimistes sur la sortie de la crise non seulement financière (les banques se pressent de rembourser les aides publiques et retrouvent le chemin des profits... et des rémunérations élevées ; et les marchés monétaires ont retrouvé un fonctionnement normal, en particulier leur compartiment interbancaire – dans la zone euro, les taux à 3 mois sont maintenant inférieurs à 1% alors qu'ils étaient supérieurs à 5% il y a 1 an) mais également économique (la récession se termine aux États-Unis et la croissance reprend dans les BRIC, exceptée la Russie). D'autre part, il y a une reprise des OPA qui montre que les plus grandes entreprises ont concrètement les moyens de se lancer à nouveau dans des manœuvres de croissance externe. Le CAC40 progresse dans la semaine de +3,78% (en dépassant les 3700 points, à 3735), le DAX30 de +4,45%, le Footsie de 3,29%, le Dow Jones de 1,74%, le Nasdaq de +3,08% et le Nikkei de 2,52%. Sur le marché des changes, l'évolution de la semaine précédente se poursuit : l'euro dépasse les 1,46\$ (1,4628), ce qui représente une appréciation de plus de 2% en cinq jours.

La troisième semaine consolide les évolutions de la deuxième : des hausses sur les places boursières (+2,49% pour le CAC40, +1,42% pour le DAX30, +3,22% pour le Footsie, +2,24% pour le Dow Jones, +2,50% pour le Nasdaq mais -0,71% pour le Nikkei) et le dollar continue sa descente, ce qui cause l'ascension de l'euro : celui-ci dépasse en effet 1,47\$, en cotant même 1,4740 le jeudi.

Les 24 et 25 septembre, sommet du G20 à Pittsburgh, dont la préparation a commencé dès la fin du sommet de Londres, avec une intensification à la fin du mois d'août, avec une multiplication des « papiers » qui parsèment la « Route de Pittsburgh ». On trouve à l'adresse suivante le communiqué final : www.pittsburghsummit.gov/mediacenter/129639.htm

Après un préambule, ce communiqué développe plusieurs points, dont les quatre suivants, pour lesquels nous donnons quelques extraits :

- *Un cadre pour une croissance forte, durable et équilibrée* : « continuer à mettre en œuvre nos programmes de relance pour soutenir l'activité économique jusqu'à la guérison », « assurer une forte reprise nécessitera des ajustements entre les différentes parties de l'économie mondiale », « mettre en œuvre des politiques macro-prudentielles et réglementaires pour aider à empêcher les cycles de crédit et les prix des actifs de devenir des forces de déstabilisation », « nous demandons à nos ministres des Finances et aux gouverneurs des banques centrales de lancer le nouveau cadre en novembre en initiant un processus de coopération de l'évaluation mutuelle de nos cadres stratégiques et les implications de ces cadres pour réaliser le parcours et la durabilité de la croissance mondiale ».
- *Un renforcement du système international de la réglementation financière* : « nous nous engageons à prendre ensemble des mesures au niveau national et international pour relever les normes de façon à ce que nos autorités nationales mettent toujours en œuvre des normes mondiales qui assurent un niveau de concurrence équitable et qui évitent le morcellement des marchés, le protectionnisme et l'arbitrage entre les réglementations », « nous devons veiller à ne pas encourager un retour des pratiques qui ont abouti à la crise. Les mesures que nous prenons ici, une fois pleinement mises en œuvre, se traduiront par un système financier fondamentalement plus fort que celui qui existait avant la crise. Si nous agissons tous ensemble, les institutions financières auront des règles plus strictes », « nous nous engageons à élaborer d'ici fin 2010 des règles internationalement acceptées pour améliorer tant la quantité et la qualité des fonds propres des banques et pour décourager un endettement excessif », « Réformer les politiques et pratiques de rémunération est un élément essentiel de notre effort pour accroître la stabilité financière », « tous les contrats dérivés de gré à gré normalisés doivent être négociés en bourse ou sur des plateformes de négociation électronique, le cas échéant, et compensées par des contreparties centrales d'ici fin 2012 au plus tard », « nous demandons à nos organismes comptables internationaux de redoubler d'efforts pour parvenir à un ensemble unique de haute qualité, avec des normes comptables internationales définies lors d'un nouveau processus indépendant, et d'achever leur projet de convergence en Juin 2011. Le

L'EURO

cadre institutionnel de l'International Accounting Standards Board (IASB) devrait permettre de renforcer l'implication des diverses parties prenantes ».

- *Réformer le mandat, la mission et la gouvernance du FMI* : « Le Fonds doit jouer un rôle crucial dans la promotion de la stabilité financière mondiale et le rééquilibrage de la croissance », « moderniser la gouvernance du FMI est un élément essentiel de notre effort pour améliorer la crédibilité du FMI, sa légitimité et son efficacité ».
- « *Le chemin de Pittsburgh* » : « aujourd'hui, nous avons désigné les pays du G-20 comme le premier forum pour notre coopération économique internationale. Nous avons demandé à nos représentants de faire rapport à la prochaine réunion des recommandations sur la façon de maximiser l'efficacité de notre coopération. Nous avons convenu d'avoir un sommet du G-20 au Canada en Juin 2010, et en Corée en Novembre 2010. Nous prévoyons de nous réunir annuellement par la suite, et une réunion se tiendra en France en 2011 ».

Notons que le hasard a voulu que la veille de la tenue du sommet de Pittsburgh soit lancés un ABS par Volkswagen et un RMBS par Llyods : autant dire que la titrisation revient doucement mais sûrement. Ce retour des produits financiers complexes donne raison à ceux qui estiment que le monde de la finance recommence à se comporter comme si rien ne s'était passé !

En définitive, cela démontre, et l'avenir le confirmera au centuple, que les États et les Banques centrales ont déployé des moyens énormes pour se porter au secours des systèmes bancaires (dans la zone euro, ces moyens utilisés à accorder des crédits exceptionnels et à recapitaliser représenteront plus de 40% du PIB pour la BCE et 30% du PIB pour les États) mais que la grave faute des pouvoirs publics est de ne pas avoir assorti ces sauvetages de contraintes imposées au système financier en matière de management des institutions financières et de régulation des marchés de capitaux.

Sur les places financières, la dernière semaine du mois de septembre marque une pause dans la longue hausse des cours constatée tous ces derniers mois : -2,32% pour le CAC40 (à 3739 points), -2,15% pour le DAX30, -1,75% pour le Footsie, -1,58% pour le Dow Jones, -1,97% pour le Nasdaq mais + 0,47% pour le Nikkei.

• Octobre 2009 ->

Certains souhaitent que la sortie de crise amène la BCE et les gouvernements à coopérer de manière plus intense, de façon à ce que les politiques budgétaires des États et la politique monétaire de la BCE soient le plus cohérentes possibles. Mais J.-C. Trichet, fort de l'aura dont il bénéficie en ce moment (dans son édition d'octobre, le mensuel financier « Global Finance » le classe premier des banquiers centraux, avec la note A, pour sa gestion de la crise), estime à la fois que la communication est permanente, qu'il ne peut pas y avoir de « coordination ex ante » et que de toute façon le seul véritable objectif de la BCE est la lutte contre l'inflation. Cela ne l'empêche pas de rappeler aux responsables gouvernementaux qu'il est de leur devoir d'assainir les finances publiques dès que la reprise se manifestera, c'est-à-dire, selon lui, au plus tard en 2011.

Samedi 3 octobre : les Irlandais votent « oui » au traité de Lisbonne avec 67,13% des voix. On peut certes estimer que ce vote peut relancer l'Europe et en améliorer le fonctionnement institutionnel mais ce traité ne change pas tellement la donne par rapport à la situation de crise : il n'y a pas de vrai gouvernement économique de la zone euro puisque l'Eurogroupe reste informel, il n'y a toujours pas de budget européen digne de ce nom, rien n'avance en matière de coordination des politiques économiques, et quelle influence aura concrètement le Président européen sur la destinée du continent ?

Sur les places boursières, la première semaine confirme la pause commencée la semaine précédente. Tous les indices sont à la baisse, comme s'ils avaient peur de dépasser certains seuils, les 4 000 points pour le CAC40 et les 10 000 points pour le Dow Jones et qu'ils prenaient conscience que la crise n'est pas totalement finie... Le CAC40 baisse de 2,39% (à 3650 points), le DAX30 de 2,03%, le Footsie de 1,84%, le Dow Jones de 1,84% (à 9488 points), le Nasdaq de 2,05% et le Nikkei de 5,20%. Et l'euro reste fort puisqu'il dépasse 1,46\$.

Par ailleurs, en ce début d'automne s'accentue ce qui était déjà apparu à plusieurs reprises auparavant, et en particulier au début de l'été (voir ci-dessus, pour le mois de juillet), à savoir une très forte tension sur le marché des changes. Par dessus le marché, The Independant révèle que les six pays du Conseil de coopération du Golfe envisageraient avec d'autres pays, dont la France, la Russie, la Chine et le Japon, de remplacer le dollar par un panier de monnaies (dont l'euro) pour la commercialisation du pétrole brut : une telle information, bien que démentie, assombrît encore un peu plus le contexte :

L'EURO

la baisse du dollar pourrait se transformer en chute brutale. D'ailleurs, le dollar baisse fortement par rapport à toutes les monnaies et l'or bat des records (plus de 1050 \$ l'once). Si bien qu'une crise des changes pourrait venir couronner la crise financière, économique et sociale actuelle. Deux catégories de facteurs pourraient expliquer une crise de change avec une chute plus ou moins brutale du dollar. La première concerne les États-Unis eux-mêmes. Primo, comme le taux directeur américain est quasiment nul, le dollar devient de plus en plus une monnaie de financement et de moins en moins une monnaie de placement. Secundo, le niveau du déficit public américain (13% du PIB) inquiète fortement les investisseurs. Tertio, la crise des subprimes a semble-t-il porté un coup net et durable à la domination monétaire du dollar. Quarto, la normalisation des marchés réduit le rôle du dollar comme monnaie-refuge. Et, quinto, le gouvernement américain donne l'impression de choisir la voie de la dévaluation compétitive en laissant « filer » sa monnaie, malgré des déclarations en faveur du dollar fort ; d'ailleurs, le rééquilibrage des balances des paiements décidé lors du G20 de Pittsburgh et l'évitement du risque de déflation aux États-Unis nécessitent en pratique un dollar faible (cela permet aux États-Unis d'exporter de la récession et d'importer de la croissance). La deuxième catégorie des autres facteurs concerne les autres pays. Primo, les stratégies de « dévaluation compétitive » se généralisent parce que plusieurs États veulent « booster » leurs exportations pour soutenir leur activité économique. Secundo, ces stratégies sont également encouragées par la sous-évaluation du yuan qui est due en grande partie à l'arrimage de la monnaie chinoise au dollar. Tertio, les investisseurs empruntent énormément de dollars pour faire à bon compte des placements dans les pays émergents, d'où à la fois des risques de bulles spéculatives et une accumulation de capitaux que les banques centrales recyclent pour l'instant dans le financement du déficit public américain, ce qui constitue une sorte de retour à l'envoyer, mais ce qui deviendrait une menace considérable sur le dollar si elles changeaient de pratiques...

Il est évident que l'effondrement du dollar serait préjudiciable à l'économie mondiale tout entière : les États-Unis auraient du mal à recueillir les capitaux dont ils ont besoin, la compétitivité de l'économie européenne serait anéantie, la Chine et les autres pays émergents excédentaires verraien dégringoler la valeur de leurs réserves de change, et aucune autre devise n'est en mesure de remplacer le dollar comme devise-clé. Il peut donc sembler urgent d'utiliser les moyens dont on dispose pour enrayer le processus de dégradation de la valeur externe du dollar. Seulement, il y a peu de moyens, il n'y a pas nécessairement consensus pour les utiliser et surtout leur efficacité est toute relative. Ces moyens sont essentiellement de trois sortes : le maniement des taux d'intérêt (il faudrait que la Fed remonte ses taux avant les autres banques centrales), les interventions sur le marché de change, à condition qu'elles soient coordonnées, et la communication sur la politique monétaire et sur les objectifs d'inflation (pour conforter la crédibilité en matière de lutte contre l'inflation).

Pour terminer ce commentaire, faisons deux remarques. La première apporte une nuance : l'affaiblissement actuel du dollar fait suite à une période de hausse importante (mi 2008-mi 2009) au cours de laquelle la monnaie américaine a pleinement joué son rôle de valeur-refuge. Autrement dit, la phase actuelle est d'une certaine façon une phase de normalisation. La seconde remarque est un rappel : la situation actuelle montre l'actualité du « paradoxe de Triffin », selon lequel l'utilisation du dollar comme devise-clé nécessite que la balance américaine soit déficitaire pour que l'économie mondiale soit suffisamment alimentée en liquidités internationales, ce qui, à la longue, porte atteinte à la confiance que les agents économiques étrangers mettent en cette monnaie.

Pour la zone euro, la conséquence immédiate de cette évolution est une forte appréciation de l'euro : il dépasse 1,48\$ la deuxième semaine, 1,49 le 14 et frôle 1,50 le 15 et le 16 (1,4967\$). Et cela est d'autant plus grave que le yuan, toujours non convertible et toujours accroché au dollar, baisse également. Si bien que la zone euro est victime d'une « double peine » : ses exportations souffrent de l'euro fort d'un côté et les importations de produits chinois sont encouragées.

Pour beaucoup d'autres pays, comme d'une part ceux d'Asie et d'autre part l'Australie, la Nouvelle Zélande, le Canada (dont les dollars, considérés comme relativement risqués, sont recherchés par les investisseurs qui reprennent de l'appétit pour le risque), la baisse du dollar fragilise leur reprise : les banques centrales de la Corée du Sud, de l'Indonésie, de la Thaïlande et de Hongkong interviennent le 8 octobre sur le marché des changes en achetant massivement du dollar de façon à en soutenir le cours.

Notons que le 6 octobre la banque centrale d'Australie augmente d'un quart de point son taux directeur, à 3,25% : c'est la première banque centrale d'un pays du G20 à augmenter son taux directeur depuis le début de la crise ; la Banque centrale de Norvège sera la première en Europe à augmenter le sien, le 28 octobre. Notons que l'Australie augmentera par la suite et à plusieurs reprises son taux directeur ; c'est l'un des rares pays industrialisés qui ne connaîtra pas la récession en 2009. Ce n'est pas pour autant le début d'un mouvement de « normalisation » monétaire dans la phase de reprise : lors de sa réunion mensuelle, tenue à Venise le jeudi 8 octobre, la BCE affirme que le niveau actuel de ses taux directeurs est « approprié » ; et, le même jour, le Président de la Fed considère que « les politiques accommodantes se justifieront sans doute pendant une période prolongée ».

L'EURO

Sur les places financières, la deuxième semaine met fin à la phase précédente de baisses et les hausses reprennent, sans savoir d'ailleurs exactement pourquoi : les marchés semblent désemparés, tellement les informations dont ils disposent sont contradictoires. Le CAC 40 gagne durant cette semaine + 4,1%, le DAX30 + 4,46%, le Footsie + 3,47%, le Dow Jones + 3,98%, le Nasdaq + 4,45% et le Nikkei + 2,92%.

La troisième semaine enregistre toujours des hausses : +0,74% pour le CAC40 (3828 points), +0,55% pour le DAX30, + 0,55% pour le Footsie, + 1,33% pour le Dow Jones, + 0,82% pour le Nasdaq et + 4,32% pour le Nikkei. Lors de cette semaine, le Dow Jones dépasse la barre des 10 000 points, ce qui correspond à une remontée très –trop- rapide en comparaison des autres épisodes de crise : des experts pensent qu'il ya emballement des marchés et estiment qu'une bulle spéculative est déjà en train de gonfler (L'économiste américain Nouriel Roubini estime que c'est « trop, trop vite, trop tôt »). Comme le prix du baril atteint de son côté les 80\$, on peut se demander s'il n'y a pas en même temps la formation d'une bulle sur le prix du pétrole, gonflée elle aussi par une surliquidité généralisée.

Le 16 octobre, le Premier ministre grec Georges Papandréou annonce qu'en arrivant aux affaires en succédant à Kostas Karamanlis il a constaté que les statistiques concernant le déficit et la dette de l'État sont fausses. Cette déclaration marque le **début de la « crise de la dette souveraine grecque »** qui va empoisonner la zone euro jusqu'à mettre en cause sa survie. Comme l'écrit Jean Pisani-Ferry dans son ouvrage « Le réveil des démons » (Fayard – nov. 2011), « c'est le 16 octobre que l'euro cessa d'être ennuyeux » parce que « la monnaie, en effet, est là pour se faire oublier », ce qui s'est effectivement passé pendant les 10 premières années d'existence de l'euro. On retrouve ici la vision classique de la monnaie : elle doit être neutre, ne pas perturber la sphère réelle. Il est de fait que, dans le cadre de l'étalon-or du 19^{ème} siècle, l'inflation était mécaniquement contenue et que donc l'étalon monétaire était fiable, et qu'il a suffi d'abandonner l'étalon-or pour que l'inflation devienne un problème et que cela nuise à la stabilité de l'étalon monétaire, d'où l'analyse monétaire de Keynes. Concernant la zone euro, ce qui a provoqué le retournement est essentiellement la divergence progressive entre les économies la composant, avec d'un côté l'Allemagne qui s'imposait un régime d'austérité pour digérer la réunification, et de l'autre des pays (du Sud) qui profitairent goulûment des taux d'intérêt bas que la faible inflation générale permettait. D'ailleurs, comme leurs taux d'inflation étaient de surcroît plus élevés que la moyenne, les taux d'intérêt en termes réels encourageaient encore plus nettement à l'endettement, d'où l'augmentation des dépenses, et par conséquent l'accélération de l'inflation, avec progressivement la formation de bulles, en particulier dans l'immobilier. C'est tout spécialement le cas de l'Espagne, alors que la Grèce a davantage un problème de finances publiques et que le Portugal a principalement un problème de compétitivité. La France est plutôt dans ce troisième cas. En dix ans, la situation France-Allemagne s'est renversée : alors que lors de la création de l'euro, en 1999, et contrairement aux habitudes, la France a un excédent extérieur record (ses exportations représentent 26% du PIB et ses importations 24%) et que l'Allemagne est au contraire en déficit (mêmes ordres de grandeur que pour la France), dix ans plus tard, l'Allemagne est à nouveau en plein excédent (avec X = 47% du PIB (!) et M = 41%) et la France renoue avec ses déficits (X = 27% et M = 29%) : l'écart de compétitivité entre l'Allemagne et la France ne va pas cesser de se creuser par la suite. En définitive, pendant que l'Allemagne s'est imposé une cure d'austérité pour absorber le coût de la réunification, d'autres pays se sont comportés comme des cigales : pendant ces années 2000, la consommation par tête n'a progressé en Allemagne que de 9% contre 19% en France, 22% en Espagne et 39% en Grèce... La conséquence en est la formation de déséquilibres qui sont, entre autres facteurs, à l'origine de la crise de la zone euro.

Ajoutons un raisonnement produit par Éric Toussaint dans Le Monde du 22 janvier 2015, à la veille des élections législatives qui verront la forte victoire de Syriza, le parti de la gauche radicale grecque : « un audit montrera que les banques privées européennes ont fortement augmenté leurs crédits à la Grèce entre fin 2005 et 2009 (ils ont augmenté de plus de 60 milliards d'euros, passant de 80 milliards à 140 milliards), sans tenir compte de la capacité réelle de la Grèce à rembourser. Les banques ont agi de manière aventureuse, convaincues que les autorités européennes viendraient à leur secours en cas de problème. L'audit montrera que le plan de sauvetage de la Grèce mis au point par les instance européennes avec l'aide du FMI a en réalité servi à permettre aux banques de continuer à

L'EURO

recevoir des remboursements de la part de la Grèce, tout en transférant leur risque sur les États à travers la « troïka » ».

Le 21 octobre, l'euro franchit pour la première fois depuis août 2008 la barre des 1,50 \$ en cotant 1,5056 : la monnaie européenne est par conséquent environ 14% au-dessus de sa moyenne sur les 15 dernières années en termes de taux de change effectif ! *On a déjà expliqué que ce mouvement de change s'explique davantage par la faiblesse du dollar que par la force de la monnaie européenne. Il n'empêche que l'économie européenne semble en ressentir plus d'inconvénients (notamment en termes de compétitivité) que d'avantages (notamment en termes de désinflation importée). Des travaux montrent qu'une hausse de 10% du taux de change équivaut à une hausse de 100 points de base des taux directeurs et que cela entraîne une baisse du PIB de 0,1 point pour la zone euro.*

En fin de semaine, le 24, le Bourses marquent une pause malgré des informations meilleures que prévues concernant les résultats d'entreprises. Pourtant la semaine avait bien commencé (le CAC40 battait un nouveau record pour l'année à 3892 points) mais les investisseurs, ne sachant pas quelle vigueur aura la croissance qui suivra la reprise préfèrent prendre leurs bénéfices, d'où une majorité de baisses : -0,51% pour le CAC40 (à 3808 points), -0,05% pour le DAX30, +1,01% pour le Footsie, -0,24% pour le Dow Jones, -0,11% pour le Nasdaq et +0,25% pour le Nikkei.

La dernière semaine d'octobre accentue la pause sur les marchés qui enregistrent même une baisse très sensible, parce qu'il semble que les investisseurs se posent de plus en plus de questions sur la qualité de la reprise, et notamment celle de savoir si les statistiques actuelles, relativement favorables, ne sont pas la conséquence directe des plans de relance et que, une fois passés les effets de ceux-ci, les résultats macroéconomiques et microéconomiques pourraient se retourner assez rapidement. Le CAC40 baisse de 5,27% (à 3608 points), le DAX30 de 5,67%, le Footsie de 3,78%, le Dow Jones de 2,60% (à 9713 points), le Nasdaq de 5,08% et le Nikkei de 2,41%. Ces chute des Bourses se traduit sur le marché des changes par un remontée du dollar : l'euro passe en dessous de 1,48\$; il perd par conséquent ses gains des deux semaines précédentes.

Ce pessimisme mériterait cependant d'être tempéré par des performances tout à fait satisfaisantes des pays émergents, en particulier de la Chine, dont la croissance soutenue ne peut qu'être favorable au reste du monde.

• Novembre 2009 ->

Mardi 3, le président tchèque annonce qu'il a terminé la procédure de ratification du traité de Lisbonne. Celui-ci va donc pouvoir entrer en application le 1^{er} décembre. Dès lors se pose la question de la désignation des personnalités qui occuperont les nouveaux postes prévus, celui de Président du Conseil pour deux ans, et celui de représentant pour les relations extérieures.

Mais une autre question, plus importante que celle des personnalités appelées à occuper ces nouveaux postes, est de savoir si ces changements vont réellement simplifier le fonctionnement des institutions européennes et promouvoir la place de l'Europe sur l'échiquier mondial. Car, si l'on compte bien, l'Europe aura quatre têtes : le Président permanent du Conseil, le représentant pour les affaires étrangères, le Président de la Commission européenne et le chef d'État qui assure la présidence tournante, sans compter le Président de la BCE ni celui du Parlement européen. D'ailleurs, les réserves et même les critiques que font les responsables américains à l'endroit de l'Europe illustrent l'incapacité de l'UE à défendre sa place sur l'échiquier mondial.

En ce début novembre, la Banque centrale australienne élève à nouveau, pour la deuxième fois depuis début octobre, ses taux directeurs. Par contre, ni la BCE ni la Fed ne changent les leurs. Il n'empêche que le sentiment général est que les différentes banques centrales préparent la fin des mesures d'urgence : comme le précise J.-C. Trichet lors de sa conférence de presse, « compte tenu de l'amélioration des conditions sur les marchés financiers, toutes les mesures destinées à soutenir la liquidité ne seront pas aussi nécessaires que par le passé. Le Conseil des gouverneurs va donc faire en sorte que ces mesures soient retirées de façon graduelle et au moment opportun ».

La fin de la première semaine se termine sur les places boursières occidentales par une reprise d'une partie du chemin perdu précédemment : + 2,76% pour le CAC40 (à 3707 points), + 1,35% pour le DAX30, + 1,95% pour le Footsie, + 3,20% pour le Dow Jones, + 3,29% pour le Nasdaq mais - 1,03% pour le Nikkei.

Le dollar poursuit sa baisse (et donc l'euro son appréciation) : plusieurs banques centrales asiatiques réagissent en achetant de l'or pour diversifier davantage leurs réserves, d'où un nouveau record pour

L'EURO

l'once d'or à 1 121\$ (notons que le métal jaune ne représente cependant pour l'instant que 2% des réserves mondiales de change).

Sur les places boursières, la deuxième semaine prolonge la première : + 2,66% pour le CAC40 (à 3806 points), + 3,62% pour le DAX30, + 2,99% pour le Footsie, + 2,46 % pour le Dow Jones, + 2,62% pour le Nasdaq mais - 0,19% pour le Nikkei. Le dollar continue à baisser : l'euro a dépassé en cours de semaine 1,50\$; et les experts considèrent que la dépréciation du dollar se poursuivra tant que les taux de la Fed seront très bas et feront du dollar une monnaie de financement beaucoup plus que de placement.

D'après les informations statistiques d'Eurostat, après cinq trimestres consécutifs de recul, le PIB de la zone euro –et celui de l'UE globalement- enregistre pour le troisième trimestre 2009 une progression, de 0,4%. Autrement dit, même si sur l'ensemble de l'année l'activité enregistrera une forte récession (aux alentours de 4%), la sortie de crise semble ainsi bien confirmée par les chiffres. Il n'empêche que cette reprise est fragile et qu'elle est surtout inégale selon les pays : l'Allemagne en est le premier moteur et la France le second ; mais le Royaume-Uni et l'Espagne sont à la traîne. La reprise s'explique par le dynamisme des exportations, qui profitent davantage de la croissance mondiale qu'elles ne souffrent de la force de l'euro ; et sa fragilité par la faiblesse de la demande intérieure qui pénalisent le chômage actuel et celui anticipé pour les mois à venir.

Dans le cadre du traité de Lisbonne, le sommet européen qui se tient à Bruxelles le jeudi 19 désigne le premier Président du Conseil et le premier haut représentant pour les affaires étrangères. Il s'agit respectivement de Herman Van Rompuy, alors premier ministre belge, et de Catherine Ashton, l'actuelle commissaire britannique au commerce.

En fin de troisième semaine, comme les investisseurs ont des informations de plus en plus nombreuses selon lesquelles la reprise est bien là mais qu'elle va être très probablement bien molle, les indices boursiers sont presque tous orientés à la baisse : - 2,01% pour le CAC40 (à 3729 points), - 0,42% pour le DAX30, -0,85% pour le Footsie, + 0,46% pour le Dow Jones, -1,01% pour le Nasdaq et -2,79% pour le Nikkei. Sur le marché des changes, l'euro évolue entre 1,48 et 1,49\$. Malgré les déclarations aux États-Unis, aussi bien des responsables gouvernementaux que du Président de la Fed, de nombreux pays émergents réagissent : non seulement en matière de taux directeurs mais même en matière de contrôle des mouvements de capitaux. Car les opérations de « carry trade » qui continuent à se développer dopent excessivement leurs monnaies.

Le mardi 24, la Commission des Communautés européennes fait paraître un document de travail intitulé « Consultation sur la future stratégie “UE 2020” », qui est en quelque sorte une suite de la « stratégie de Lisbonne » choisie en 2000 pour faire de l'Union européenne l'économie de la connaissance la plus compétitive et la plus dynamique du monde en dix années (ce document peut être consulté à l'adresse Internet : http://ec.europa.eu/eu2020/pdf/eu2020_fr.pdf). On connaît le bilan de cette stratégie, globalement très mitigé et très diversifié selon les pays. Selon L. Cohen-Tanugi (Le Monde du 26 décembre), ce document « n'est pas à la hauteur des défis qu'il identifie lui-même. Malgré quelques progrès bienvenus, tels que l'abandon de la "marque Lisbonne" ou l'accent mis sur la dimension extérieure et la nécessité d'une meilleure coordination entre les différentes politiques, "la vision" de la Commission pour 2020 ressemble à s'y méprendre au processus qu'elle prétend remplacer ».

Le mercredi 25 au soir, l'émirat de Dubaï annonce que son holding financière publique Dubaï World est dans l'incapacité d'honorer ses dettes (59 milliards de dollars, soit environ 70% de la dette totale de l'émirat) et demande leur rééchelonnement. L'émirat se trouve ainsi théoriquement au bord de la faillite. Cela est compris comme une forte résurgence de la crise alors que l'on pensait être en phase de reprise : cela est en effet une sorte de répétition de la faillite de Lehman Brothers (le secteur de l'immobilier est également directement concerné), sauf qu'ici ce ne sont pas des dettes privées qui ont été accumulées mais une dette souveraine et qu'il n'y a pas de risque systémique. Néanmoins, avec les difficultés rencontrées par certains pays (Irlande, Grèce) et le poids financier des plans de relance décidés un peu partout, le problème des dettes souveraines, autrement dit de l'endettement public, préoccupe de plus en plus non seulement les analystes mais aussi les marchés (l'inquiétude de ceux-ci se lit d'ailleurs dans les primes de risques différentielles exigées par les investisseurs).

Certains auteurs estiment que cette demande de restructuration de dette par l'émirat de Dubaï marque le véritable départ de la crise grecque dans la mesure où c'est, selon eux, cet évènement qui a modifié

L'EURO

complètement le comportement des marchés par rapport aux dettes souveraines. C'est en effet à partir de cette date que les taux des emprunts grecs à 10 ans montent en flèche.

Le vendredi 27, la composition de la nouvelle Commission européenne est officialisée : après d'âpres négociations, le Français Michel Barnier, considéré comme partisan d'une régulation financière plus forte, devient le commissaire pour le « Marché intérieur et services financiers ».

La quatrième semaine et donc le mois de novembre se terminent sur les places financières par un mouvement de recul : - 0,21% pour le CAC40 (à 3721 points), - 0,40% pour le DAX30, - 0,11% pour le Footsie, - 0,10% pour le Dow Jones, - 0,35% pour le Nasdaq et - 4,50% pour le Nikkei. Mais ce recul tient compte des effets de l'annonce de la quasi-faillite de Dubaï : en une seule journée, les cours boursiers ont chuté de 3% en moyenne : - 3,41% pour le CAC40, - 3,25% pour le DAX30 et - 3,18% pour le Footsie. Comme les investisseurs se sont reportés des marchés financiers sur les marchés monétaires en achetant des bons du Trésor, les taux longs ont baissé au cours de cette semaine agitée. Sur le marché des changes, tout logiquement, le dollar retrouve un peu son rôle de valeur refuge : certes, il continue sa baisse face au yen, mais il se réapprécie face à l'euro (qui est passé de 1,5134\$ le mercredi, son plus haut niveau depuis l'été 2008, à 1,4828\$ le vendredi).

• Décembre 2009 ->

Le mercredi 2, le Conseil Écofin propose de mettre en place de nouvelles autorités européennes de supervision financière de façon à remédier au manque de cohérence qui résulte des décisions que prennent les autorités nationales. Le texte adopté par le Conseil s'inspire des conclusions du rapport remis à la Commission européenne en février par Jacques de Larosière et des propositions législatives faites par la Commission le 23 septembre et le 26 octobre pour constituer un système européen de surveillance financière (SESF). Il prévoit la création d'une autorité de supervision des risques macroéconomiques - le Comité européen du risque systémique (le CERS) - et de trois autorités de régulation pour les marchés, les banques et l'assurance (les ESA, Autorités de Supervision Européennes), dont les recommandations à l'égard des superviseurs nationaux auront un caractère contraignant. Il s'agit pour les marchés de l'ESMA (European Securities and Markets Authority) ou, en français l'AEMF (Autorité européenne des marchés financiers), pour les assurances de l'EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority), ou, en français, l'AEAPP (Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles) et pour les banques de l'EBA (European Banking Authority) ou, en français l'ABE (Autorité bancaire européenne). Ces ESA remplaceront à partir de l'année prochaine les trois comités, purement consultatifs, qui existent actuellement pour la surveillance microfinancière (c'est-à-dire la surveillance exercée au niveau de chaque établissement financier) : le comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM), le comité européen des contrôleurs des assurances et des pensions professionnelles (CECAPP), et le comité européen des contrôleurs bancaires (CECB). Les directives européennes correspondant respectivement au secteur des assurances et à celui des banques sont la directive « Solvabilité II » et la directive « CRD IV » (CRD = « Capital Requirements Directive », soit en français « directive sur le fonds propres réglementaires »).

Le jeudi 3, après la réunion mensuelle du Comité de politique monétaire, le Président de la BCE annonce à la fois le maintien des taux directeurs et une sortie progressive du dispositif des « mesures non conventionnelles » mis en place pour lutter contre les effets de la crise financière. Cela commencera par l'arrêt le 16 de ce mois des opérations de refinancement exceptionnel sur un an. Et le dernier prêt qui se fera à cette date sera à taux indexé et non pas au taux principal de refinancement de 1% (les banques ne connaîtront donc le coût de leur emprunt que dans un an, d'où une incitation à la prudence). Cette annonce surprend les investisseurs au point que l'euro monte jusqu'à 1,5141 \$!

À la fin de la première semaine du mois de décembre, comme les inquiétudes concernant l'économie de Dubaï sont apaisées et que les statistiques sur l'emploi sont moins mauvaises que prévu de part et d'autre de l'Atlantique, les Bourses repartent à la hausse : + 3,36% pour le CAC40 (à 3847 points), + 2,32% pour le DAX30, + 1,46% pour le Footsie, + 0,77% pour le Dow Jones, + 2,61% pour le Nasdaq et + 10,36% pour le Nikkei !

Mais les informations inquiétantes concernant la situation des finances publiques de plusieurs pays, avec en Europe celle des « PIGS » (Portugal, Irlande, Grèce et l'Espagne -Spain) jettent le trouble sur les marchés lors de la deuxième semaine : - 1,12% pour le CAC40 (à 3804 points), - 1,05% pour le DAX30, - 1,14% pour le Footsie, + 0,80% pour le Dow Jones, - 0,18% pour le Nasdaq et + 0,85% pour

L'EURO

le Nikkei (en ce qui concerne la Grèce, plusieurs agences de notation abaissent leur note de dette à long terme). L'euro cote 1,46220 \$.

Lors de la troisième semaine, et malgré l'amélioration de la conjoncture américaine et le statu quo des taux directeurs de la Fed, la situation des dettes publiques inquiète toujours beaucoup les marchés : -0,24% pour le CAC40 (à 3794 points), +1,30% pour le DAX30, -1,23% pour le Footsie, -1,36% pour le Dow Jones, +0,98% pour le Nasdaq et +0,34% pour le Nikkei. Le contraste entre la reprise américaine et les difficultés des PIGS, et en particulier de la Grèce, explique que le dollar reprend de la vigueur : en cette semaine, l'euro perd face à lui 2% en passant de 1,4615\$ à 1,4337\$. Mais à quelque chose malheur est bon : cette baisse relative de la monnaie unique est une bonne nouvelle pour les exportateurs européens.

Noël donne quelques ailes aux Bourses : +2,14% pour le CAC40 (à 3913 points), +0,91% pour le DAX30, +3,54% pour le Footsie, +2,06% pour le Dow Jones, +4,85% pour le Nasdaq et 3,48% pour le Nikkei.

Sur l'année 2009, les Bourses enregistrent des progressions dont l'ampleur tranche avec l'atmosphère de crise économique dans laquelle nous sommes encore (le commerce mondial a reculé de 12% en 2009, score sans précédent depuis 1945). L'indice MSCI World, qui mesure l'évolution de l'ensemble des places financières, montre un gain de 28%, score jamais atteint depuis 2003..., avec +22,3% pour le CAC 40, +23,8% pour le DAX30, +22,1% pour le Footsie, +18,8% pour le Dow Jones, +43,9% pour le Nasdaq et +19% pour le Nikkei.

L'euro cote 1,4358\$. Au final, la monnaie européenne a progressé par rapport au dollar de 2,65% environ sur cette année 2009 (de 3,36% face au yen et de 2,33% face au yuan ; mais la Livre sterling s'est au contraire appréciée face à l'euro de 6,17%).

En cette fin d'année 2009, c'est-à-dire à la fin de la dixième année d'existence de la monnaie unique européenne, on peut dresser le tableau suivant pour établir un bilan provisoire :

L'EURO

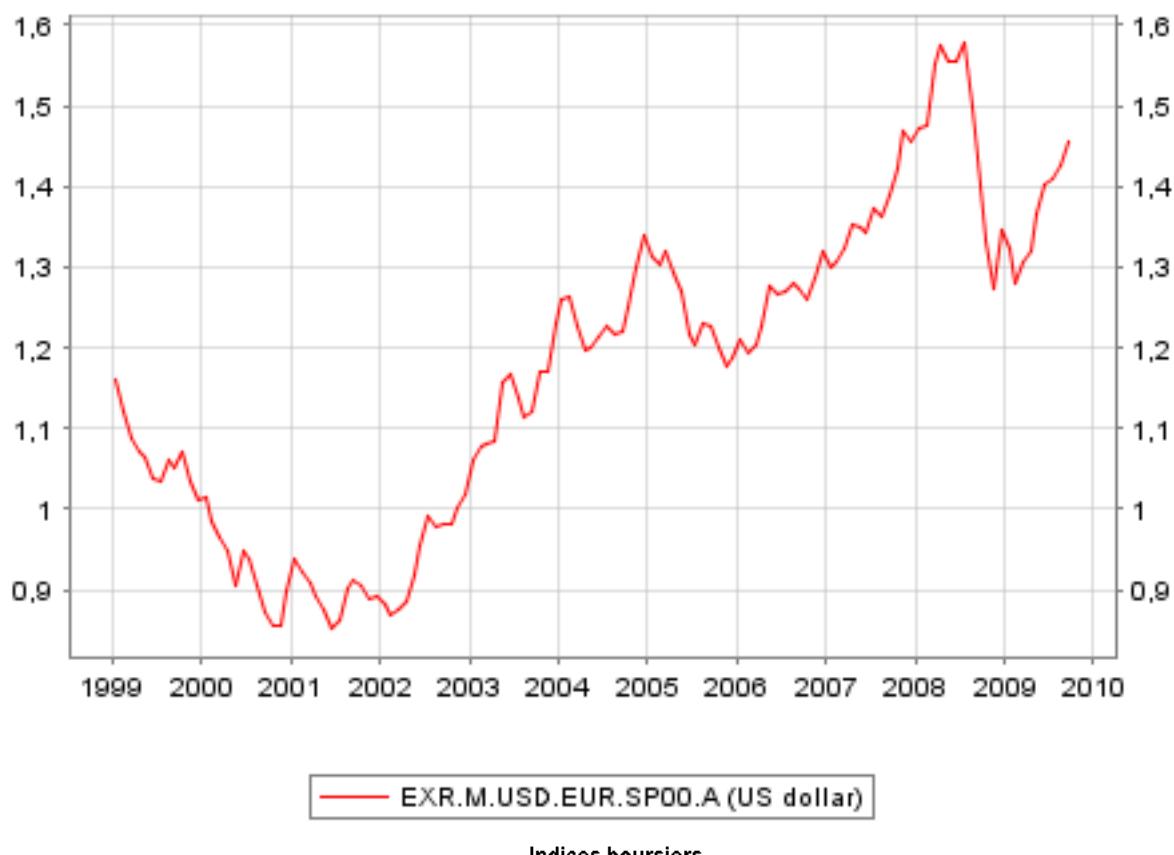
<i>Ce que l'euro a réussi</i>	<i>Ce que l'euro a raté</i>
La stabilité monétaire.	Pas de « gouvernement économique » européen, d'où l'absence d'une politique économique commune. Même la coordination des politiques nationales est difficile et se transforme en une stratégie du chacun pour soi dès que la conjoncture devient difficile.
Une inflation sous contrôle.	Une croissance poussive et une politique monétaire unique qui ne renforce pas, tout au contraire, la convergence des économies des États membres.
Une nouvelle monnaie de réserve.	La reconnaissance internationale de l'euro dépend directement du statut du dollar et même maintenant du yuan.
Une monnaie forte (avec ses avantages mais aussi avec ses inconvénients lorsque l'appreciation est importante).	Le PSC n'est pas correctement appliqué, d'où des difficultés en matière de finances publiques (que la crise ne fait qu'aggraver).
Une protection contre les crises de change intraeuropéennes.	Plusieurs pays ont financé leur croissance à crédit en profitant de taux bas, à la fois pour le long terme et le court terme ; avec pour conséquence la constitution de bulles spéculatives comme en Espagne ou un surendettement public comme en Grèce. Le PSC devrait se préoccuper autant de l'endettement privé que de l'endettement public.
Pour les pays trop endettés, protection contre l'effondrement de leurs monnaies et contre une augmentation prohibitive de leurs taux d'intérêt.	Mais, pour les pays trop endettés, impossibilité de dévaluer pour retrouver de la compétitivité ou de laisser filer l'inflation pour diminuer le poids de la dette (d'où la nécessité d'ajustements réels douloureux comme la baisse des salaires, l'augmentation de la pression fiscale et la réduction drastique des dépenses publiques).

La forte détérioration des finances publiques de plusieurs membres de la zone euro inquiète les marchés. Mais il est difficile de concevoir pour autant la mise en faillite de ces États. Des solutions sont envisageables pour faire jouer la solidarité européenne nécessaire : le rééchelonnement, l'aide de la Banque européenne d'investissement, l'émission d'obligations au niveau européen, la prolongation par la BCE de ses mesures non conventionnelles de politique monétaire.

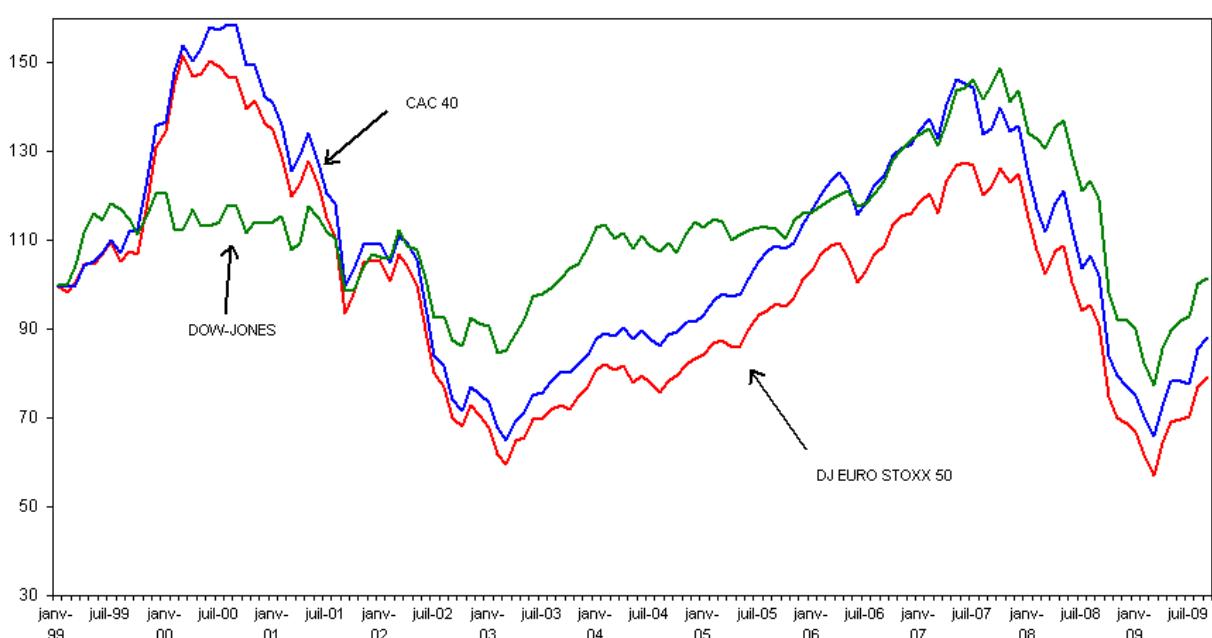
Cette fin d'année 2009 correspond en réalité à un tournant très important de la crise économique et financière qui a commencé au cours de l'été 2007 et qui s'est aggravée en septembre 2008. En effet, jusqu'ici, on a pu croire qu'il y avait un retour en force du keynésianisme du fait du volontarisme des interventions des pouvoirs publics et de l'obsession de la re-régulation de la finance mondiale. Mais dorénavant, la détérioration des finances publiques est de plus en plus anxiogène et les marchés redeviennent les censeurs des politiques monétaires et budgétaires : le keynésianisme laisse déjà la place à la théorie néoclassique et au principe ricardien ! Mais, selon nous, pour le bien de l'Europe et pour le maintien de son rang dans l'économie mondiale, il faut plutôt espérer une reprise urgente des idées schumpétériennes...

Taux de change EURO-DOLLAR (Source : BCE)

L'EURO



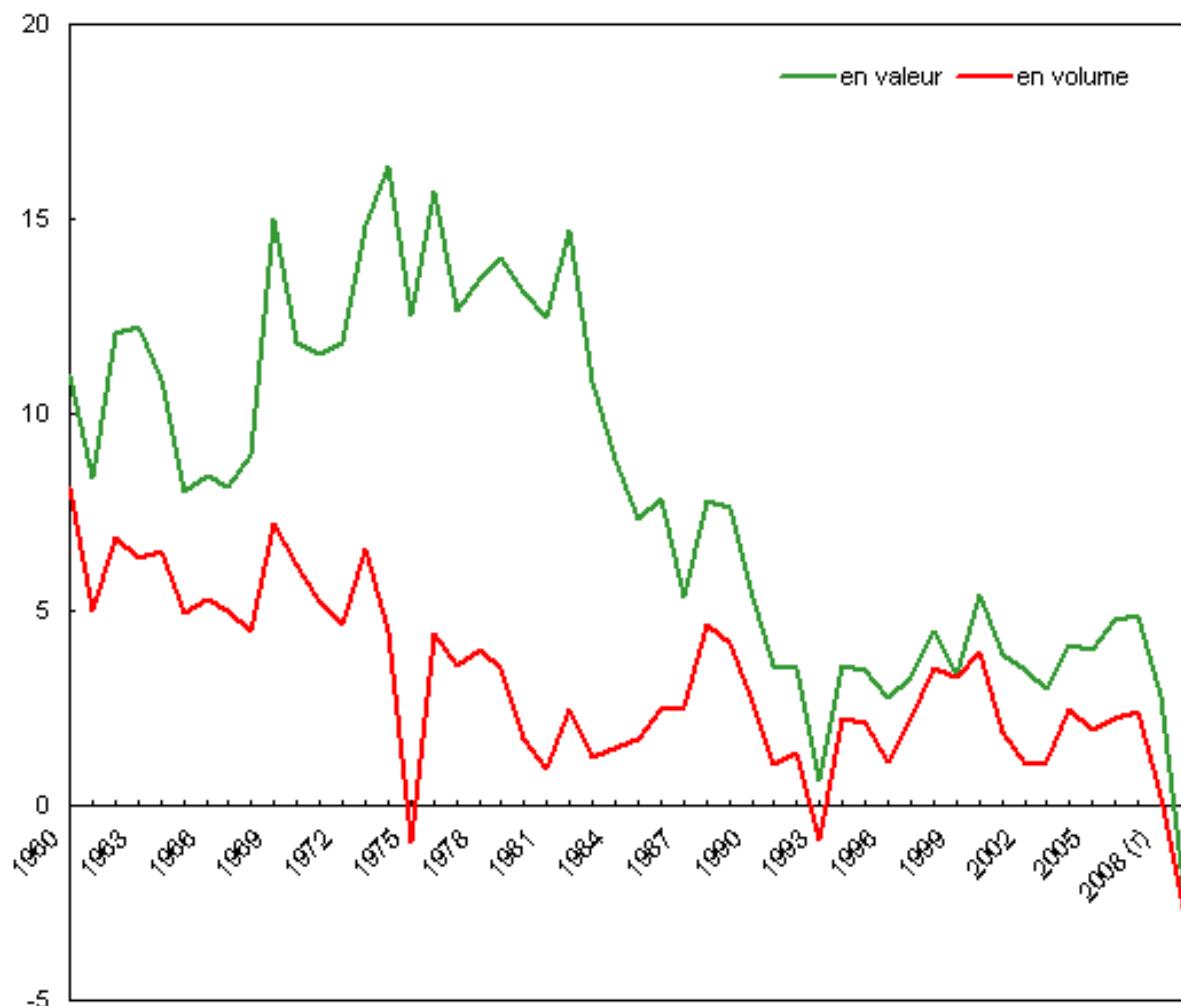
en moyenne mensuelle (base 100 en janvier 1999)



Source : Euronext Paris

Évolution du PIB en France

évolution par rapport à l'année précédente en %



r : données révisées.

Champ : France.

Source : Insee, comptes nationaux - base 2000.

• JANVIER 2010 ->

1^{er} janvier 2010 : La Chine et six pays de l'ASEAN (Association des Nations du Sud-Est asiatique) : la Thaïlande, l'Indonésie, Brunei, les Philippines, Singapour et la Malaisie, forment la plus grande zone de libre-échange mondiale en supprimant les droits de douane pour 7 000 groupes de biens et services, ce qui représente 90% de leurs échanges. Pour l'instant, ces échanges sont essentiellement libellés en dollars et la Chine escompte que cette zone de libre-échange va donner au yuan un rôle de monnaie de référence au détriment du dollar. Par cet accord, la Chine espère aussi compenser la diminution de ses exportations en direction de l'Europe et des États-Unis que la récession mondiale entraîne.

Sur les places boursières, la première semaine de 2010 se déroule sur la lancée de la dernière semaine de 2009 : le CAC 40 passe même le seuil des 4 000 points en affichant une progression de 2,76%, et on enregistre +1,35% pour le DAX30, +2,24% pour le Footsie, +1,82% pour le Dow Jones, +2,12% pour le Nasdaq et +2,39% pour le Nikkei. Ainsi, malgré que les informations ne soient pas bonnes pour l'emploi, de part et d'autre de l'Atlantique, les investisseurs estiment malgré tout que la situation économique générale s'est plutôt améliorée et que de toute façon les Banques centrales sont décidées à ne pas éléver trop vite leurs taux directeurs.

L'EURO

Sur le marché des changes, qu'il s'agisse du comportement du yuan, du yen ou du dollar, certains se plaignent du « désordre monétaire », comme le fait en milieu de semaine le Président Sarkozy : le vendredi, l'euro en est à 1,4415 dollar.

Lors de la deuxième semaine, alors même que les informations conjoncturelles ne sont pas plus mauvaises, les cours chutent assez fortement, surtout en Occident : -2,24% pour le CAC 40 (à 3954 points), -2,68% pour le DAX30, -1,43% pour le Footsie, -0,08% pour le Dow Jones, -1,26% pour le Nasdaq mais +2,81% pour le Nikkei. *Cela semble traduire un tournant. En 2009, les résultats boursiers ont été bons parce que les valeurs liées à l'évolution de la conjoncture, comme dans les secteurs de la construction ou de la sidérurgie, ont enregistré les signaux de reprise économique. Mais ces valeurs retombent en ce moment parce que l'année 2010 va peut-être donner la priorité aux valeurs liées plutôt aux évolutions structurelles, comme c'est le cas de celles du secteur de la santé.* L'euro baisse lui aussi : le vendredi, il cote à 1,4385 \$.

Lundi 18, Jean-Claude Juncker est réélu président de l'Eurogroupe, à l'unanimité et pour la quatrième fois. M. Juncker se propose de travailler principalement dans trois directions : d'abord dans la restauration de la discipline budgétaire du PSC, ensuite dans la représentation unique de la zone euro au niveau international, spécialement au FMI, et enfin dans l'amélioration de la coordination des politiques économiques, y compris structurelles, dans le but d'accroître la compétitivité de l'économie de la zone euro, et cela au travers d'un dispositif similaire à celui qui encadre les politiques budgétaires.

Jeudi 21, le Président Obama annonce un projet de loi sur la régulation bancaire. Ce projet de loi fait inévitablement penser au Glass-Steagall Act de 1933, abrogée en novembre 1999 sous l'administration Clinton (voir à cette date), et dont le principe de base était la nette séparation entre les banques de dépôts et les banques d'affaires. En effet, le projet Obama interdirait aux banques de dépôts de travailler avec des fonds d'investissement ou des fonds spéculatifs ; il réduirait pour ces banques commerciales la possibilité de réaliser des opérations pour compte propre ; et surtout, il limiterait la taille des établissements bancaires, de façon à lutter contre l'aléa moral (*too big to fail*) : *comme l'écrit A. Orléan (Le Monde du 30 mars 2010), « une banque trop grande pour faire faillite devrait également être trop grande pour exister ». Et il ajoute : « mais une telle politique suppose une mutation en profondeur des esprits. Pour l'instant, elle semble bien éloignée ». Cela est d'autant plus vrai que la grande taille procure un intérêt non seulement aux banques mastodontes pour l'assomption de leurs risques et la maximisation de leurs profits, mais également à leurs clients pour l'assurance de leur sécurité et la qualité des services fournis. Ajoutons deux remarques complémentaires : d'abord, que le « too big to fail » se combine souvent à un « too interconnected to fail », étant donné que la globalisation financière fait que les grands établissements financiers sont très interdépendants, d'où des réactions en chaîne et des risques de crise systémique ; ensuite, que le « too big to fail » et le « too interconnected to fail » peuvent être empêchés par un « too big to saved », ce qui impose alors un fractionnement des établissements.*

En fin de cette troisième semaine, la réaction des marchés au projet que B. Obama a annoncé le jeudi ne s'est pas fait attendre, considérant que ce projet peut nuire au développement et à la rentabilité du secteur financier : -3,38% pour le CAC40 (à 3821 points), -3,07% pour le DAX30, -2,79% pour le Footsie, -4,12% pour le Dow Jones, -4,81% pour le Nasdaq et -3,57% pour le Nikkei. Sur le marché des changes, la monnaie européenne est passée eu cours de cette semaine de 1,45\$ à 1,41\$. La situation des finances publiques grecques est la cause essentielle de cette baisse ; mais comme « à quelque chose malheur est bon », cette évolution, a priori inquiétante pour la crédibilité de l'euro et pour la solidarité européenne, est favorable aux exportations de la zone euro, donc pour sa croissance. Le jeudi 28, le Président Sarkozy ouvre la « Conférence sur le déficit public » : à cette occasion, il exprime le souhait de voir la France, à l'instar de ce qu'a décidé l'Allemagne en juin 2009, inscrire dans sa Constitution une règle d'équilibre budgétaire pour l'ensemble des administrations publiques.

Même si N. Sarkozy fixe l'horizon de 2020 pour la mise en œuvre d'une telle règle, cela apparaît à de nombreux analystes non seulement comme peu réaliste, sans parler des difficultés politico-technico-juridiques que soulève la révision constitutionnelle, mais surtout comme étant une contrainte plutôt dangereuse dans la mesure où elle peut supprimer des marges de manœuvre par ailleurs nécessaires. On peut d'ailleurs penser également cela quand les responsables européens pressent les États membres de revenir le plus rapidement possible à la norme des 3% du PIB pour leur déficit public : certes, par souci du redressement de l'économie européenne, il est souhaitable de ne pas refuser cette norme, mais par sagesse et réalisme, il faut l'appliquer au déficit structurel et non au déficit courant.

À propos du cas français, il faut préciser la nature et le contenu de la décision allemande qui semble servir d'exemple. Il faut savoir que la Loi fondamentale de 1949 exige déjà dans son article 110 que « les recettes et les dépenses doivent s'équilibrer ». Mais l'article 115 de cette loi, qui est l'équivalent de notre Constitution, donne deux précisions

L'EURO

importantes : d'abord, « le produit des emprunts souscrits par le pays ne doit pas dépasser le montant des crédits d'investissement inscrits au budget », et ensuite, il est admis qu'il « ne peut être dérogé à cette règle que pour lutter contre une perturbation de l'équilibre économique global ». C'est cet article 115 qui a été lui-même complété en 2009 en interdisant à partir de 2016 de voter un budget en déficit, plus précisément de souscrire des emprunts au-delà de 0,35% du PIB (personne n'est en mesure d'expliquer cette norme...).

Notons que c'est également ce jeudi 28 janvier qu'aux États-Unis Ben Bernanke a obtenu du Sénat sa reconduction à la tête de la Fed, à l'issue d'une période assez difficile.

En fin de ce mois de janvier, les places financières continuent et accentuent même leur baisse, comme si, malgré les résultats encourageants de l'économie réelle, elles voulaient corriger plusieurs mois de hausse trop forte et trop rapide. Ainsi le CAC40 baisse-t-il de 2,13% (à 3739 points), le DAX30 de 1,52%, le Footsie de 2,16%, le Dow Jones de 1,04%, le Nasdaq de 2,63% et le Nikkei de 3,71%. Il n'est pas alors étonnant que cette période troublée fasse à nouveau du dollar une valeur refuge, surtout que des statistiques viennent de montrer que l'économie américaine renoue avec une croissance soutenue (hausse du PIB de 5,7% en rythme annuel lors du 4^{ème} trimestre 2009, tout en remarquant que la reconstitution des stocks y est pour beaucoup) et que la situation des finances publiques des « PIGS » inquiète de plus en plus : l'euro en subit les conséquences en passant en dessous des 1,40\$ pour la première fois depuis la mi-juillet, puisqu'il cote 1,3865\$. Notons que l'inquiétude concernant l'état des finances publiques ne concerne pas seulement les PIGS et qu'elle dépasse franchement les limites de la seule zone euro, ce qui en rajoute bien sûr aux réactions négatives des investisseurs : en effet, plusieurs d'entre ceux-ci ont tendance à substituer à cet acronyme celui de « STUPID » pour Espagne (Spain), Turquie, Royaume-Uni (United Kingdom), Portugal, Italie et Dubaï. Les craintes se cristallisent de plus en plus sur la situation financière des administrations publiques anglaises. Certes, cette situation est de plus en plus comparée à celle de la Grèce et un manque de confiance des marchés pourrait avoir de graves conséquences, monétaires sur la Livre sterling et réelles sur l'économie britannique. Mais, précisément, d'un côté la notoriété et le cours de la Livre font d'elle un précieux atout et un facteur de compétitivité et, de l'autre, l'économie anglaise bénéficie de structures favorables, en particulier d'un marché du travail très flexible et de bonnes capacités d'ajustement en période de crise.

Pour analyser la gravité relative des situations des finances publiques, dressons le tableau suivant, d'après des statistiques

	Dettes publiques (% du PIB)		Soldes budgétaires (% du PIB)	
	1997	2010	1997	2010
R.-U	48	72	-2	-10,5
E.-U.	66	90	0	-12
Japon	102	216	-4	-10
Zone euro	72	84	-2,5	-6

du FMI, qui portent sur 13 ans :

Il ressort de ce tableau que la situation des finances publiques de la zone euro n'est pas, ceteris paribus, la plus délicate.

- Février 2010 ->

Le 3, la Commission européenne met la Grèce sous étroite surveillance pour s'assurer que les politiques de redressement annoncées par le gouvernement de G. Papandréou soient mises en œuvre rapidement et rigoureusement.

Sur les marchés financiers, la première semaine de ce mois de février prolonge et aggrave même les tendances baissières de la dernière semaine de janvier, à cause du problème des finances publiques des PIGS, surtout que celui du Portugal et de l'Espagne commence à inquiéter autant que celui de la Grèce : -4,70% pour le CAC40 (à 3564 points), -3,11% pour le DAX30, -2,46% pour le Footsie, -0,55% pour le Dow Jones, -0,29% pour le Nasdaq et -1,38% pour le Nikkei. Quant à la monnaie européenne, qui subit pour cette même raison les attaques des marchés financiers, malgré les appels à la raison de J.-C. Trichet, elle baisse vendredi jusqu'à 1,3619\$, son plus bas niveau depuis mai 2009.

La deuxième semaine de février est marquée par une nette accentuation des manœuvres de certains investisseurs financiers internationaux à l'encontre de la monnaie européenne en profitant de la mauvaise situation des finances publiques des PIGS. La Grèce est le pays le plus visé puisque sa dette publique représente 112,6% de son PIB et que les contrats CDS grecs à 5 ans (contrats d'assurance contre le risque de défaut) s'échangent sur le marché à des prix qui font penser aux experts de Natixis

L'EURO

que les spéculateurs estiment à environ 29% la probabilité de faillite d'ici 2015. Mais les autres « PIGS » sont également concernés : le Portugal a un taux d'endettement public de 77,4% (probabilité de faillite de 18%), l'Irlande de 65,8% et l'Espagne de 54,3%. D'ailleurs, le « I » de PIGS pourrait signifier tout aussi bien « Italie », dont le taux d'endettement public est de 114,6% et dont la situation est considérée par Robert Mundell lui-même comme plus critique que celle de la Grèce dans la mesure où il s'agit d'une économie plus importante et qu'il serait donc plus difficile de la sauver en cas de naufrage. En ce qui concerne l'Islande, un autre « I », qui, elle aussi, est en difficulté, a une situation économique différente puisque le surendettement ne concerne pas les administrations publiques mais l'ensemble des agents privés, financiers et non financiers, et qu'il est en grande partie international. Par conséquent, il est judicieux de distinguer les situations de fort endettement et donc de risque de faillite selon qu'elles concernent tout un pays comme c'est le cas de l'Islande et celles qui concernent les administrations publiques seulement comme c'est le cas des PIGS. Notons enfin que le cas de la Grèce est spécifique aussi parce que ce pays soulève d'autant plus les soupçons des autres États membres, des investisseurs et des marchés qu'il est accusé d'avoir abusivement enjolivé ses comptes publics, non seulement pour entrer dans la zone euro mais aussi tous ces temps-ci pour ne pas révéler la gravité de sa situation : plus que tout autre pays, la Grèce a poussé à l'extrême l'art de la « comptabilité créative », pour utiliser une expression qui faisait florès il y a peu en gestion comptable et financière. Précisons que la banque d'affaires Goldman Sachs et quelques autres établissements similaires auraient fait profiter la Grèce de leurs compétences en montages financiers sophistiqués pour aider ce pays à maquiller ses comptes publics. Cela amènera, à la fin du mois, la Fed et la SEC à se pencher sur ces relations pour le moins équivoques.

Le jeudi 11 février, lors du sommet informel bruxellois proposé par le nouveau Président du Conseil européen Herman Van Rompuy pour traiter du cas grec, les responsables européens se sont contentés d'assurer la Grèce de leur soutien politique contre la spéculation, tout en déclarant que « les Etats-membres de la zone euro prendront des mesures déterminées et coordonnées, si nécessaire, pour préserver la stabilité financière de la zone euro dans son ensemble », mais sans donner plus de détails à cause de la forte réticence allemande. Il convient de rappeler ici que la clause de « non-renflouement », dite de « no-bailout », du Traité de Maastricht interdit à la BCE et aux États-membres de se porter financièrement au secours d'un État-membre en difficulté budgétaire : seul le FMI peut théoriquement intervenir. Mais, d'un côté la Grèce fait à l'Europe le chantage que si elle ne l'aide pas elle demandera au FMI d'intervenir, et de l'autre la BCE s'oppose au sauvetage de la Grèce par le FMI, estimant que la stabilité financière de la zone euro est de son seul ressort. Comme le FMI calibre ses interventions en fonction des besoins en réserves de la Banque centrale, il faut reconnaître qu'une aide directe à un État membre de la zone euro soulève des difficultés (c'est comme si le FMI prêtait à un État américain), surtout que la zone euro est le premier actionnaire du FMI et que sa monnaie est la seconde monnaie de réserve du monde... De plus, sur le plan institutionnel, tout dépend aussi de l'interprétation que l'on fait du deuxième paragraphe de l'article 122 du Traité de Lisbonne selon lequel « lorsqu'un État membre connaît des difficultés ou une menace sérieuse de graves difficultés, en raison de catastrophes naturelles ou d'événements exceptionnels échappant à son contrôle, le Conseil, sur proposition de la Commission, peut accorder, sous certaines conditions, une assistance financière de l'Union à l'État membre concerné » : dans le but de contourner la clause de « no-bailout », il semble difficile d'évoquer pour les finances publiques de la Grèce une sorte de « tempête »...

Cela étant, le Premier ministre grec estime bien sûr que la réponse de l'Europe aux marchés est « timorée ». Il n'empêche que les places financières sont rassurées dans l'immédiat et que pour elles le risque de faillite de la Grèce semble bel et bien écarté : en fin de cette deuxième semaine, on a +0,99% pour le CAC40 (à 3599 points), +1,22% pour le DAX30, +1,61% pour le Footsie, +0,87% pour le Dow Jones, +,98% pour le Nasdaq mais -2,55% pour le Nikkei. Par contre, la monnaie européenne continue sa chute en baissant vendredi jusqu'à 1,3532\$, un plus bas depuis 9 mois : même si c'est le résultat d'attaques spéculatives regrettables, la dépréciation de l'euro est bénéfique pour soutenir la reprise au moment précisément où elle marque le pas (-2,5% au 1^{er} trimestre 2009, -0,25% au deuxième, +0,4% au troisième mais 0,1% seulement au 3^{ème} alors qu'il était attendu +0,3%). En milieu de cette deuxième semaine, des statistiques sur le dernier trimestre 2009 laissent penser, comme certains le craignaient depuis plusieurs mois, que le scénario de reprise ressemble à un W : l'évolution des taux de croissance est en effet moins bonne que prévu, et on voit peu de facteurs laissant penser que cela est provisoire, tout au contraire. Car non seulement les plans de relance sont en bout de course, d'où la fin prévisible de la compensation d'une forte contraction de la demande privée pour cause de désendettement que ces plans publics assurent mais, de plus, les marchés font pression sur les États pour qu'ils se dépêchent de prendre des mesures d'assainissement de leurs finances publiques. Les opérateurs des

L'EURO

Marchés sont d'autant plus inquiets que les dettes souveraines atteignent des montants très importants (fin 2009, leur total mondial serait de 49 500 milliards de dollars), et les difficultés que connaissent déjà plusieurs pays augmentent à leurs yeux la probabilité de risques de krach obligataire (une véritable concurrence pour obtenir des capitaux se développe sur le marché des obligations entre les Trésors publics, les banques et les entreprises, mais heureusement qu'en Europe le taux d'épargne est relativement élevé) et/ou de forte inflation. D'ailleurs, en ce milieu de mois de février, dans une note de recherche, O. Blanchard et deux autres experts du FMI montrent que la cible d'inflation fixée à 2% réduit les marges de manœuvre des banques centrales pour participer au soutien de l'activité et qu'il serait sans doute souhaitable de l'élever à 4%. En effet, non seulement, viser un taux aussi bas place l'économie en situation de trappe monétaire, ce qui neutralise la politique monétaire, mais également fait courir le risque déflationniste. Selon les experts du FMI, et J.-P. Fitoussi est d'accord avec eux (voir *Le Monde* du 24/02/2010), fixer une norme de 4% ne porterait pas préjudice à l'ancrage des anticipations d'inflation qui est en définitive l'objectif primordial de la BCE. Il est facile d'imaginer la réaction très négative des banquiers centraux à cette analyse, et celle du Président de la BCE tout spécialement. Dans *La Tribune* du 27 février, Erik Izraelewicz résume leur contre argumentation en trois mots : dentifrice, drogue et rideau de fumée. D'abord, « l'inflation, c'est comme le dentifrice, une fois qu'elle est sortie de son tube, impossible de la faire rentrer dedans ». Ensuite, l'inflation faible que nous connaissons maintenant depuis une trentaine d'années est non seulement le fruit des politiques monétaires menées mais aussi la conséquence des baisses de prix suscitées par la mondialisation ; or, celle-ci pourrait entraîner des tensions inflationnistes s'il y avait accentuation de la hausse des coûts et des salaires dans les pays émergents. Enfin, l'inflation est un rideau de fumée en ce sens qu'elle est un mécanisme insidieux de redistribution des revenus et des patrimoines : elle fait toujours naître des gagnants et des perdants. La réaction de la BCE aux suggestions du FMI est partagée par les autres banques centrales et elle est d'autant plus forte que le FMI exprime de surcroît le désir d'intervenir davantage dans la supervision « pour traquer les risques pesant sur la stabilité économique et, je souligne, financière mondiale » comme le déclare lui-même le Directeur général du FMI, D. Strauss-Kahn. Toujours à propos de l'inflation comme remède pour une économie surendettée, il serait particulièrement judicieux de prendre l'avis de l'historien, en l'occurrence celui de Niall Ferguson : mis à part le cas du Royaume-Uni entre 1815 et 1914, qui s'en est sorti grâce aux bienfaits qu'elle a tirés de la révolution industrielle et aux apports de son empire colonial, tous les autres cas montrent qu'il n'y a que deux seules solutions : l'inflation (et la dépréciation monétaire subséquente) et la faillite, selon que le pays a ou non le pouvoir de créer de la monnaie : les États-Unis auront toujours la possibilité de laisser courir l'inflation, mais pas les pays européens en difficulté, pris au moins individuellement...

Indiquons enfin que la notion même de reprise prête à discussion : on peut lui donner au moins quatre significations qui correspondent à des horizons de plus en plus éloignés : le retour d'une croissance mondiale positive, le retour d'une croissance occidentale positive, le retour du PIB à son niveau d'avant la crise, et le début de l'amélioration de la situation de l'emploi. De surcroît, au-delà de cet aspect sémantique et statistique, se pose surtout la question de la vigueur de la reprise : va-t-on retrouver le rythme de croissance d'avant la crise, et dans combien de temps, ou faut-il craindre des taux bien inférieurs, durablement ? Plus précisément, non seulement on peut se poser la question de savoir quel sera l'écart au potentiel de croissance de la zone euro (l'output gap), c'est-à-dire l'écart qui existera entre la croissance potentielle, celle qui rend compatibles plein emploi et stabilité des prix, et la croissance effective, mais plus fondamentalement il faut se poser aussi et même d'abord la question de savoir quelles conséquences la crise peut avoir sur le niveau de la croissance potentielle, et cela au travers des effets sur les marchés de facteurs de production. Sur le marché du travail, la perte d'employabilité que cause le chômage risque d'être d'autant plus préjudiciable qu'elle sera durable, et sur le marché du capital physique, la baisse de l'investissement productif et l'augmentation de la mortalité des entreprises ne peuvent avoir que des influences défavorables. Et au total la productivité baîssera, d'autant plus que les investissements en recherche et développement seront sacrifiés. Selon certaines études, la croissance potentielle qui était avant la crise de 2% l'an, aussi bien dans la zone euro qu'en France, pourrait être divisée par deux, pendant qu'elle serait de l'ordre de 4,5% au niveau mondial ! Ces perspectives de croissance peu réjouissantes conduisent à une inquiétude encore plus profonde, déjà exprimée ici, celle de voir l'équilibre géostratégique mondial se modifier au détriment des économies occidentales.

Le lundi 15, les ministres de l'économie et des finances de la zone euro reprennent non seulement les dispositions arrêtées quelque temps auparavant par la Commission en fixant à la Grèce un délai d'un mois pour prouver le sérieux du plan de redressement qu'elle a annoncé en promettant de ramener son déficit public de 13% du PIB à 3% d'ici 2012, mais ils lui demandent de prévoir de nouvelles mesures « si les risques pesant sur le redressement des comptes se confirment ». L'Allemagne joue un rôle certain dans le durcissement des conditions imposées à la Grèce alors que celle-ci estime que c'est surtout un message plus clair de l'Europe sur l'aide qu'elle pourrait concrètement lui apporter qui peut détendre les marchés.

Le jeudi 18, la Fed relève son taux d'escompte, c'est-à-dire de son « taux d'enfer », de 0,5% à 0,75%. Cette mesure, *a priori* secondaire, signifie essentiellement deux choses : d'une part que la Fed estime que la crise est en voie

L'EURO

de se terminer aux États-Unis, et d'autre part que, pour cette raison, elle commence à supprimer progressivement ses dispositifs anti-crise. Cela prouve à nouveau une plus grande résilience économique de l'économie américaine que celle des économies européennes (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). D'ailleurs, les Bourses confirment sur plusieurs semaines ce diagnostic : même si au cours de cette troisième semaine de février le CAC40 progresse de 4,74% (à 3770 points), le DAX30 de 4,03%, le Footsie de 4,19%, le Dow Jones de 2,54%, le Nasdaq de 3,05% et le Nikkei de 0,31%, l'indice phare de la Bourse américaine a augmenté de 0,25% depuis le début de l'année contre une baisse de 4,24% de l'indice parisien.

Le samedi 27, le journal Le Monde reprend l'analyse faite la veille par le Wall Street Journal selon laquelle quelques hedge funds anglo-saxons spéculeraient à la baisse de l'euro jusqu'à sa parité avec le dollar. Certes, les moyens de ces fonds spéculatifs, rapportés au volume global des transactions sur le marché des changes, rendent leur stratégie difficile mais, comme le dit G. Soros, « la survie de la Grèce ne réglera pas la question de l'avenir de l'euro », et comme le craint J. Attali, « la zone euro peut exploser ». Ce diagnostic très pessimiste rejoint celui exprimé par Christian Saint-Étienne (voir donc plus haut) ; et il pourrait se vérifier si la Grèce ou un autre pays de la zone euro confronté au même type de difficultés considérait sa sortie de la zone euro comme une solution à ses problèmes (Martin Feldstein propose à la Grèce une solution plus sophistiquée : sortir de la zone euro pour y rentrer peu après, avec un taux de change dévalué).

Soulignons que l'explication essentielle de cette poussée spéculative est la situation des finances publiques des pays européens, à telle enseigne que la Livre sterling est également attaquée (le directeur général de l'important gérant de fonds obligataires américain Pimco a dit que les bons du Trésor britannique « reposent sur un lit de nitroglycérine »). Ceux qui « positivent » diront que les pays européens ont déjà connu dans leur histoire économique des situations de finances publiques aussi graves sans pour autant courir à la catastrophe et trouveront que ces attaques à la baisse de l'euro et de la livre donnent à nos économies l'occasion de bénéficier de gains de compétitivité.

Sur les places financières, cette situation des finances publiques européennes et l'incertitude sur la réalité et la vitalité de la reprise font que la fin du mois est marquée une baisse quasi-générale sur la dernière semaine : -1,61% pour le CAC40 (à 3709 points), -2,16% pour le DAX30, -0,07% pour le Footsie, -0,74% pour le Dow Jones, -0,25% pour le Nasdaq et +0,02% pour le Nikkei.

Notons qu'au cours de ce mois de février, des experts et responsables politiques font la proposition de la création d'un Fonds monétaire européen. Dans le journal Le Monde du 12, S. Cossé, ancien économiste au FMI, écrit que « la crise financière montre à quel point la zone euro se trouve à une étape cruciale de son existence : une monnaie unique, mais pas de politique économique, pas de budget, pas de solidarité financière. Il faut saisir cette opportunité pour consolider la zone euro. Dotons-la, d'abord, d'un mécanisme de solidarité financière conjoncturel. Un fonds monétaire international en Europe. (...) Pourquoi ne pas constituer un Fonds monétaire européen (FME) ? Les Asiatiques, qui pourtant n'ont pas de monnaie commune, n'ont-ils pas créé leur propre fonds, le Fonds monétaire asiatique (une ligne de crédit commune mobilisable pour les mays qui pourraient faire face à une crise financière) ? ». Dans le journal Le Monde du 24, la députée européenne M. de Sarnez reprend cette idée. Il y aurait au moins deux intérêts à la création d'un FME : contourner la clause de « no-bailout », ce qui serait une solution –plus ou moins rapide– pour le cas grec en ce moment et pour des cas semblables éventuels plus tard, et renforcer la discipline à laquelle les États membres doivent se plier pour préserver la cohésion de la zone euro puisque les prêts du FME seraient, comme ceux du FMI, soumis à un principe de conditionnalité.

• Mars 2010 ->

En ce début mars 2010, la Commission précise les propositions qu'elle a faites fin novembre 2009 dans son document de travail intitulé « Consultation sur la future stratégie “UE 2020” », en privilégiant et en quantifiant cinq objectifs principaux pour 2020. En matière d'éducation, il faut avoir 10% de taux d'abandon scolaire seulement et au moins 40% de jeunes obtenant un diplôme de l'enseignement supérieur. Pour l'emploi, il faut arriver à un taux d'emploi de 75% (contre 69% aujourd'hui). Il faut que 3% du PIB soit investi dans la recherche et le développement (contre 1,9% aujourd'hui). Une action vigoureuse est à mener contre la pauvreté en réduisant de 20 millions le nombre de personnes fragilisées par la crise. Et des objectifs sont également fixés en matière d'émissions de gaz à effet de serre et d'économies d'énergie.

La question est de savoir si cette nouvelle stratégie peut avoir davantage de succès que celle proclamée en 2000. Car l'enjeu est d'une importance vitale pour le continent européen : comme le dira D. Strauss-Kahn à la fin du mois devant le Parlement roumain, il faut que les Européens agissent rapidement, car sinon « la bataille se jouera entre les États-Unis et

L'EURO

l'Asie, et l'Europe risque d'être marginalisée dans les vingt prochaines années. Pour éviter cela, il faut revenir à l'innovation, à la compétitivité et la croissance. Ce n'est pas exactement ce que l'on constate après la crise économique». C'est sans doute cette déclaration qui inspire la chronique de P.-A. Delhommais dans Le Monde des 4-5 avril 2010, intitulée « l'Europe aux portes de la deuxième division », et dans laquelle il reprend notamment ce qu'analyse P. Artus pour expliquer que l'économie européenne montre une résilience moins grande que celle des États-Unis. Ce n'est pas que les Européens seraient plus pessimistes que les Américains, cela ne tient pas non plus à une différence de politiques économiques ; l'explication réside bien plutôt dans un manque de pertinence de la spécialisation géographique des exportations de l'Europe et dans un manque de flexibilité de ses marchés.

Le jeudi 4 mars, la Grèce lance un emprunt obligataire sur 10 ans de 5 milliards d'euros. L'offre de capitaux est plus de trois fois supérieure ! Il faut dire, outre que le plan d'austérité décidé par la Grèce a satisfait les marchés, que le taux proposé est attractif : 6,3%, soit un écart de 326 pb par rapport à l'emprunt du Bund allemand sur 10 ans dont le taux est en effet de 3,12%...

Faisons ici sept remarques :

- 1) En toutes circonstances, la réaction des marchés est fonction de leur confiance, laquelle dépend essentiellement de deux ingrédients, la réputation et la crédibilité. La confiance s'appuie sur la réputation en ce sens que l'on a confiance en une entité quand celle-ci est réputée honnête, autrement dit quand elle n'a jamais triché, quand elle fait preuve de transparence et de sincérité dans les informations qu'elle communique. La confiance s'appuie aussi sur la crédibilité en ce sens que l'on a confiance en une entité quand celle-ci n'a jamais pris de décisions ni mené d'actions incohérentes, et qu'elle est capable de prendre des mesures courageuses quand cela est nécessaire.
- 2) La différence de taux de crédit entre la Grèce et l'Allemagne ne s'explique pas seulement par des situations de finances publiques bien différentes mais aussi par de grands écarts pour d'autres critères de performances économiques.

C'est d'abord le cas du taux de croissance, qui est négatif pour la Grèce : les marchés comprennent donc que ce pays ne génère pas les ressources nécessaires au remboursement de sa dette, ce qui signifie que la Grèce a davantage un problème de solvabilité qu'un problème de liquidité. Certains en concluent qu'un plan de restructuration de la dette grecque est bien préférable à un plan de financement assorti de consignes d'austérité et rappellent ce qu'une telle erreur d'appréciation a coûté lors des crises sud-américaines des années 1980. Mais on peut leur rétorquer, comme l'a fait un jour J.-C. Trichet, que les fameux programmes d'ajustement –les FAS- du FMI n'ont pratiquement jamais abouti à la faillite des pays concernés. Car le problème de liquidité devient artificiellement un problème de solvabilité parce que les anticipations que font les marchés sont autoréalisatrices, ce qui pousse les taux à des niveaux qui deviennent insupportables, et parce que la solvabilité dépend en définitive des efforts budgétaires que les pays consent à faire (exemples du Mexique en 1985 et du Brésil en 1998).

C'est aussi le cas du taux d'inflation : en 2009, le IHPC de la Grèce en était à 146,4, base 100 pour 1997, contre 119,2 pour l'Allemagne (121,9 pour la France et 126,4 pour la moyenne de la zone euro) ; et ces écarts de taux d'inflation engendrent eux-mêmes des écarts de taux d'intérêt en termes réels puisque la politique monétaire dicte les mêmes taux d'intérêt nominaux.

C'est également le cas de la compétitivité : le coût unitaire du travail dans l'industrie est passé entre 2000 et 2008, base 100 en 2000, à 126,4 pour la Grèce contre 101,9 pour l'Allemagne. Notons que ce sont les autres PIGS qui sont les pays de la zone euro qui enregistrent les plus gros écarts de compétitivité par rapport à l'Allemagne, avec pour indices 126,8 pour l'Italie, 129,4 pour l'Espagne et 136,9 pour l'Irlande. Notons aussi au passage que la France a un indice de 117,8 ; mais, sur plus de dix ans, la part des exportations françaises dans le total des exportations de la zone euro a beaucoup fléchi puisqu'elle est passée de 17% en 1998 à 13% en 2009 : la compétitivité des entreprises françaises s'est nettement érodée et cela se traduit par une forte diminution du chiffre d'affaires global. Ces statistiques expriment de graves divergences, de profondes asymétries qui existent au sein de la zone euro, que la politique monétaire unique a d'ailleurs plutôt renforcées, et qui sont en définitive une explication essentielle des difficultés actuelles. Cette analyse provoque deux réflexions importantes : non seulement elle plaide pour la prise en compte des écarts de compétitivité dans la réforme du fonctionnement du PSC que beaucoup estiment nécessaire, mais elle amène à poser à nouveau la grave question de savoir si l'UEM n'est pas trop éloignée de ce qui caractérise une zone monétaire optimale.

- 3) Un minimum de fédéralisme budgétaire, autrement dit d'intégration fiscale, fait visiblement défaut. En effet, l'actualité montre cruellement que l'optimalité d'une zone monétaire exige tout à la fois une monnaie unique avec une banque centrale pour assurer la liquidité nécessaire et un budget fédéral avec une Agence du Trésor pour préserver la solvabilité. Comme l'écrivent P. Artus et M.-P. Virard dans leur dernier ouvrage (« Pourquoi il faut partager les revenus », La Découverte), « toute union monétaire est une centrifugeuse, une machine à fabriquer de l'hétérogénéité et de la divergence entre les économies d'une zone, dès lors qu'il n'existe aucun mécanisme

L'EURO

stabilisateur susceptible d'absorber les chocs pouvant affecter tel ou tel pays ». Michael Bordo, économiste monétariste, est encore plus précis dans son entretien avec le journal *Le Monde* du 11 mai : l'union monétaire ne suffit pas, « il faudrait impérativement l'accompagner d'une union fiscale, au moins partielle, avec un mécanisme de redistribution des revenus fiscaux, comme il en existe aux États-Unis ou au Canada ». Il faut noter à ce propos que le cas de la zone euro est différent de celui de l'UE : autant il faudrait, suite à ce qui vient d'être dit, un budget d'au moins 5% du PIB pour la zone euro, de façon à pouvoir engager des dépenses d'investissement spécialement dans la recherche et dans les infrastructures, autant il est normal d'avoir prévu un budget d'environ 1% pour l'UE. De son côté, J.-P. Fitoussi explique les dysfonctionnements de la zone euro par le fait qu'elle fonctionne en matière monétaire selon les principes d'une fédération alors qu'en matière budgétaire elle fonctionne selon les modalités d'une confédération.

- Note sur l'hétérogénéité : l'UEM a accru l'hétérogénéité entre les États membres alors qu'il était prévu et souhaité que la convergence mise en route avec les critères de Maastricht soit renforcée. Cela s'explique essentiellement de quatre façons : une politique monétaire unique qui s'applique indifféremment à tous les pays de la zone euro, des spécialisations productives différentes que les pays de la zone euro ont mises en place suite à la suppression entre eux du risque de change, des structures de marchés dissemblables et des politiques macroéconomiques plus ou moins bien adaptées selon les pays. Comme pour le cholestérol, on peut ainsi distinguer une « mauvaise » hétérogénéité et une « bonne » hétérogénéité, de même que l'on peut distinguer par ailleurs une « mauvaise » dette publique et une « bonne » dette publique.
- Cela dit, le défaut de fédéralisme budgétaire n'est pas le seul gros handicap dont souffre la zone euro : il y a aussi l'insuffisance de la mobilité du travail. Car dans des pays comme les États-Unis, la division régionale du travail se réalise au profit de l'efficacité macroéconomique globale grâce aux transferts financiers publics et aux transferts de main d'œuvre entre régions. Mais dans un ensemble comme la zone euro, où chaque pays garde son autonomie, la division interrégionale du travail s'est réalisée sous la pression de la concurrence à la fois extra européenne et intra européenne ; et, comme il n'y a ni fédéralisme budgétaire ni mobilité du travail, l'hétérogénéité entre les régions européennes ne cesse de s'accroître et les écarts de compétitivité et de bien-être de se creuser. Si l'on pousse ce raisonnement plus loin, on peut dire paradoxalement que les stratégies de « réindustrialisation » que l'on met en place ici et là en Europe sont une forme d'aveu que l'on ne croit pas ou que l'on ne veut pas d'un fédéralisme budgétaire européen (pour être plus clair, osons être caricatural et provocateur : estimerait-on raisonnable que chaque État américain cherche à avoir sur son territoire un constructeur automobile ?). Comme le dit Christian Saint-Étienne, l'euro est né orphelin puisqu'il n'a ni père (pas de gouvernement économique), ni mère (pas de fédéralisme budgétaire et fiscal) et il souffre en plus d'une maladie congénitale : la divergence des performances ; et la crise a fait tomber l'euro dans un état comateux.
- 4) Le fédéralisme budgétaire s'avère indispensable pour éviter les catastrophes financières. La preuve est précisément donnée par la situation américaine : 46 États sur 50 sont nettement en déficit et certains d'entre eux sont concrètement proches de la faillite ; et la situation est appelée à empirer...
Le principe de solidarité financière est également à la base du fonctionnement du fédéralisme allemand.
- 5) La crise grecque prouve la fragilité de l'UEM : les difficultés rencontrées par un État membre qui pèse seulement 2% du PIB européen mettent à mal tout l'édifice.
- 6) La crise économique mondiale et la crise financière grecque sont l'occasion de retrouver des leçons qui restent hélas toujours vraies. D'abord, ce sont toujours les mêmes qui « trinquent » : d'une part, ce sont les personnes modestes qui supportent l'essentiel du poids des ajustements et d'autre part ce sont les entreprises et encore davantage les ménages qui font les frais de la crise au profit des institutions étatiques et surtout financières. Ensuite, les théories se rebiffent face aux faits et les dogmes font fi de la réalité : alors que la crise aurait dû déboucher sur une forte pénalisation et une franche régulation des banques responsables, elle offre subrepticement l'opportunité de mettre en œuvre les réformes structurelles que recommande toujours imperturbablement le néolibéralisme.
- 7) Certains auteurs libéraux tels que J.-J. Rosa défendent une position originale non seulement en ce qu'elle est radicalement opposée à l'euro, considéré comme un anomalie, mais aussi en ce qu'elle se démarque complètement du point de vue majoritaire en faveur de l'instillation d'une dose de fédéralisme budgétaire. En effet, ils estiment que la formation d'un sous-ensemble régional tel que l'UE ou la zone euro est contre-productif à une époque caractérisée par la mondialisation des échanges, la globalisation de la finance et les réseaux internationaux d'information : la petite taille serait devenue un avantage parce que les pays de faible dimension sont forcément ouverts sur l'extérieur.

Le même jour, la BCE indique qu'elle ne modifie pas sa politique des taux : elle maintient donc à l'identique ses taux directeurs. Par contre, comme l'indique le Président Trichet, « l'eurosystème

L'EURO

continue de fournir des liquidités à des conditions très généreuses, tout en assurant la disparition progressive des mesures non standards ». Il annonce en particulier la suppression des prêts que la BCE accorde aux banques commerciales à un taux fixe de 1% sur 3 et 6 mois (le dernier refinancement à 6 mois aura lieu à la fin du mois et celui à 3 mois se fera à partir de fin avril à taux variable).

Sur les places financières, la première semaine de mars se termine presque en fanfare, comme si les optimistes avaient convaincu ceux qui le sont moins que la reprise est enfin là, grâce aux bonnes nouvelles qui viennent de la Chine (8% de croissance prévue pour 2010) et des États-Unis (amélioration relative de la situation de l'emploi) et malgré les difficultés que connaît l'Europe : +5,44% (à 3910 points) pour le CAC40, +4,98% pour le DAX30, +4,58% pour le Footsie, +2,33% pour le Dow Jones, +3,94% pour le Nasdaq et +2,40 pour le Nikkei.

Après des jours de fortes variations, l'euro cote 1,3623 \$ en fin de semaine.

Notons enfin que l'écart de taux entre l'Allemagne et la Grèce, qui était monté jusqu'à 400 pdb fin janvier, est de 290 pdb en cette fin de première semaine de mars, ce qui prouve une certaine détente.

Lors de cette première quinzaine de mars, la proposition de créer un Fonds monétaire européen –FME- prend une place importante dans le débat européen. Déjà lancée courant février (voir plus haut), cette proposition est en effet reprise par le ministre des finances allemand lui-même.

Le 9 mars est un jour d'anniversaire : en 2009, l'indice MSCI « World », qui résume la situation de l'ensemble des places financières, était au plus bas, à 688,6, contre 1400 un an plus tôt. En mars 2010, cet indice est à un peu plus de 1170 mais il plafonne à ce niveau depuis janvier : la mollesse de la reprise et l'incertitude qui plane sur l'avenir rendent les investisseurs très prudents.

Le 9 mars est installée auprès de la Banque de France l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP), pour regrouper les autorités de supervision et d'agrément des secteurs français de la banque (Commission bancaire) et de l'assurance (Autorité des Assurances et des Mutualités –ACAM). L'ACP est une autorité administrative indépendante mise en place pour mieux préserver la stabilité du système financier.

D'ailleurs, en fin de deuxième semaine, les Bourses enregistrent certes des hausses mais très modérées : + 0,43% pour le CAC40 (à 3927 points), +1,15% pour le DAX30, +0,46% pour le Footsie, +0,55% pour le Dow Jones, +1,78% pour le Nasdaq et + 3,69% pour le Nikkei.

L'euro cote 1,37660\$ le vendredi soir.

Lundi 15 mars, les ministres de l'économie et des finances de la zone euro mettent au point un plan d'aide à la Grèce de façon à ce que celle-ci ne soit pas à la merci de la spéculation ni de taux prohibitifs (la réunion sera élargie le lendemain à l'ensemble des ministres de l'économie et des finances de l'UE). Mais ce plan soulève beaucoup de réserves, spécialement de la part de l'Allemagne. Il n'est pas prévu d'aide communautaire à proprement parler, sous forme par exemple d'emprunts européens garantis par l'ensemble des pays membres : l'option retenue est plutôt celle d'aides bilatérales coordonnées par la Commission. Il n'empêche que le ministre allemand de l'économie et des finances déclare que de toute façon c'est aux chefs d'Etat et de gouvernement de signer le plan et qu'il faudrait suspendre le droit de vote pour au moins une année de tout pays qui ne respecte pas les règles budgétaires. Le même type d'argument est utilisé mais pour assouplir une position antérieure : le Président de la BCE, présent à la réunion de lundi, revient sur sa farouche opposition à une intervention du FMI en déclarant que celle-ci est en définitive une décision politique.

Ce même lundi, la Ministre française de l'économie Ch. Lagarde fait paraître un article dans le Financial Times où elle dénonce sans détour la politique économique allemande consistant à fonder sa croissance trop sur les exportations et pas assez sur sa demande intérieure, ce qui contrarierait la cohésion de la zone euro. *Il est vrai que, depuis plusieurs années maintenant, l'Allemagne bénéficie pour la compétitivité de son économie d'un euro plus faible que ne l'aurait été le mark et qu'elle profite aujourd'hui des plans de relance de ses voisins (passager clandestin), au moment même où elle n'hésite pourtant pas à exiger un retour rapide au respect du PSC... Certes, l'Allemagne a des performances qui s'expliquent aussi par les efforts de rigueur qu'elle fait depuis plusieurs années pour retrouver une compétitivité mise à mal par la réunification. Mais, d'une part, ces efforts constituent une arme de désinflation salariale qui s'ajoute à l'arme « dévaluative » de la TVA sociale pour accroître sa compétitivité au point de rendre excessive la concurrence intra-européenne : J. Attali dit que, de ce point de vue, l'Allemagne est la Chine de l'Europe, et P. Artus écrira quelques jours plus tard que l'Allemagne est soumise à des*

L'EURO

tendances économiques « suicidaires » en poursuivant sa compression des salaires et en se montrant si peu solidaire de ses partenaires. Dans *Le Monde* du 12 mai, Ch. Saint-Etienne fera la même analyse à propos de la responsabilité des stratégies économiques de l'Allemagne dans la crise européenne actuelle : « la concentration des richesses sur une partie du territoire, alors même que le pays bénéficiant de cette concentration mène une politique déflationniste qui ne permet pas aux autres membres de la zone euro d'exporter vers lui, peut même conduire à un appauvrissement de la zone euro, puisque le pays menant la politique non coopérative capte une part croissante d'une production globale de la zone qui stagne ». Et, d'autre part, ces performances doivent aussi au bon fonctionnement de la zone euro (une étude récente de l'OCDE montre que l'économie allemande est efficace pour les exportations grâce à son industrie mais que son marché intérieur n'est pas très compétitif à cause de la faiblesse de ses services et de l'insuffisance de ses politiques structurelles). Par conséquent, comme l'Allemagne est la première économie de cette zone, elle y a donc des responsabilités qu'elle ne doit pas fuir. Mais reconnaissions aussi que, pendant que l'Allemagne menait une politique rigoureuse de l'offre, plusieurs pays membres ont profité des taux d'intérêt bas pour dépenser à crédit : la zone euro a ainsi ses fourmis et ses cigales... Il faut reconnaître aussi que l'Allemagne a enregistré ses belles performances exportatrices grâce aux comportements de dépense des autres pays européens, et spécialement de ceux des PIGS (les fourmis vivent aux dépens des cigales...), et qu'il y aurait un grave risque déflationniste pour toute l'Europe à ce que la stratégie allemande se généralise, risque déflationniste qui sera déjà alimenté dans les années qui viennent par la lutte contre les déficits publics et par la phase de désendettement qui commence (théorie de la « debt deflation » présentée par I. Fisher en 1933). Précisons en effet que l'essentiel des exportations des pays de la zone euro constitue des échanges intra-zone : les exportations des pays de la zone euro vers l'extérieur de la zone représentent seulement 20% de son PIB, dont un tiers vers le reste de l'UE ; autrement dit, les exportations des pays de la zone euro en direction des autres parties du monde, y compris les pays émergents, représentent encore aujourd'hui un faible pourcentage.

Inutile de dire que la position de C. Lagarde irrite beaucoup les responsables allemands : en plus de la conjoncture électorale, faut-il y voir une raison de la déclaration de la chancelière A. Merkel le surlendemain ?

Notons à ce propos que dans *Le Monde* du 28 octobre 2010, Hans-Werner Sinn, Président de l'Institut de recherche économique IFO de Munich, cherche à démontrer que l'Allemagne n'a pas profité de l'euro : parmi ses arguments, il met l'accent sur la longue phase récente au cours de laquelle son pays a réalisé d'importantes exportations de capitaux qui ont causé un véritable marasme de l'économie, avec en particulier une forte baisse de son taux d'investissement net.

Le mardi 16, à l'issue de la réunion de son Conseil de politique monétaire, la Fed déclare qu'elle compte maintenir son taux directeur au niveau actuel « pendant une longue période ». Cela entraîne une montée fugitive de l'euro à 1,3818\$.

Le mercredi 16, A. Merkel déclare devant le Bundestag qu'il faudrait exclure de la zone euro un pays « lorsqu'il ne remplit pas les conditions, encore et encore », même si le traité de Lisbonne ne le permet pas. On constate donc que le cas de la Grèce divise le couple franco-allemand : d'un côté la France prône la solidarité, l'aide entre les États membres, quitte à contourner les textes européens, et de l'autre l'Allemagne défend la solidité, l'orthodoxie budgétaire et financière, quitte à soutenir la solution de l'intervention du FMI pour sauver la Grèce. Un désaccord au sein du couple franco-allemand est toujours très préjudiciable au fonctionnement et à la construction de l'Europe. Heureusement, le hasard du calendrier veut que le Directeur général du FMI, D. Strauss-Kahn, soit à Bruxelles dans la deuxième moitié de cette semaine : avance alors l'idée que le FMI pourrait participer au sauvetage de la Grèce en apportant un financement complémentaire aux aides bilatérales des États membres de la zone euro. Cette idée doit être étudiée par le Sommet européen qui va se tenir les 25 et 26 mars à Bruxelles.

Ces dissonances et dissensions européennes font naturellement du tort à la monnaie unique : l'euro tombe de 1,37\$ en début de semaine à 1,3522\$ le vendredi 19.

Et en cette fin de troisième semaine, l'ensemble des places financières font grise mine à cause d'un mélange de bonnes nouvelles (le statu quo du taux directeur américain) et de mauvaises nouvelles (résultats contrastés de nombreuses entreprises) : CAC40 -0,05% (à 3 925 points), DAX30 +0,63%, Footsie +0,43%, Dow Jones +1,10%, Nasdaq +0,29% et Nikkei +0,68%.

Le mercredi 24, l'agence de notation Fitch annonce qu'elle baisse la note du Portugal : dès le lendemain, l'euro passe sous la barre des 1,33\$.

La fin du mois est marquée, comme prévu, par la tenue du Sommet européen (le 25). Il est proposé, sous l'impulsion résolue de l'Allemagne et malgré la forte résistance de la France et de la BCE, un plan de sauvetage de tout pays européen en difficulté, en l'occurrence de la Grèce, qui associe le FMI (pour environ 1/3) et les prêts bilatéraux européens coordonnés (pour grosses modo 2/3), selon la clé de répartition au capital de la BCE. Mais ce plan a pour but essentiel de rassurer les marchés, de façon à ce que la Grèce puisse y trouver les ressources dont elle a besoin, sans avoir besoin du plan de

L'EURO

sauvetage, qui doit rester un ultime recours et dont la mise en œuvre doit de surcroît faire l'unanimité...

Les conclusions de ce sommet européen redonnent un peu confiance : l'euro remonte à 1,3410\$ et les indices boursiers enregistrent sur la semaine des hausses, certes modestes : + 1,62% pour le CAC40 (à 3989 points), +2,30% pour le DAX30, + 0,94% pour le Footsie, + 1,01% pour le Dow Jones, + 0,87% pour le Nasdaq et + 2,35% pour le Nikkei. Il n'empêche que le niveau des taux imposés à la Grèce par les marchés reste très élevé : ces taux sont plus de 2,25 fois ceux dont bénéficie l'Allemagne.

• Avril 2010 ->

En début de mois, les places financières restent sur la tendance timidement haussière de la fin du mois de mars : +0,84% pour le CAC40 (à 4034 points), +1,67% pour le DAX30, +0,30% pour le Footsie, +0,79% pour le Dow Jones, +0,22% pour le Nasdaq et +2,63% pour le Nikkei.

L'euro dépasse légèrement 1,35\$.

Le mercredi 7, la Grèce accueille des experts du FMI pour une mission de deux semaines... et le jeudi 8, le taux auquel la Grèce doit emprunter sur les marchés atteint 7,5% et ses CDS à 5 ans atteignent leur plus haut historique à 467 pdb. Cela provoque tout de suite diverses déclarations qui se veulent apaisantes, notamment celle du Président de la BCE, et une réaction des responsables européens pour que le plan d'aide financière qu'ils ont mis au point puisse être activé à tout moment ; surtout que la note mise par l'agence Fitch à la dette souveraine grecque est encore abaissée ce même jour...

En fin de semaine, les marchés sont troublés : + 0,40% pour le CAC40 (à 4050 points), +0,23% pour le DAX30, +0,45% pour le Footsie, +0,64% pour le Dow Jones, +2,14% pour le Nasdaq et -0,72% pour le Nikkei. L'euro termine à 1,3499\$.

Le dimanche 11 avril, dans le cadre d'une vidéoconférence entre les différents ministres de l'économie de la zone euro, sous la direction du Président de l'Eurogroupe J.-C. Juncker, sont arrêtés les détails du plan d'aide des Européens : 30 milliards d'euros de prêts bilatéraux à des « taux non subventionnés » –l'Allemagne s'y refuse- mais d'environ 5%, ce qui est inférieur à ce qu'exigent en ce moment les marchés. Ces prêts bilatéraux seraient proposés par les différents membres de la zone euro selon leur part dans le capital de la BCE, soit, notamment, 21% pour la France, 27,9% pour l'Allemagne et 18,4% pour l'Italie.

Et le lundi 12 se tient une réunion à Bruxelles entre la Commission et des représentants du FMI pour une mise au point finale (le FMI apporterait quant à lui au maximum 15 milliards). Les marchés semblent rassurés puisque, dès ce même lundi, le taux exigé de la Grèce par les marchés retombe un peu et que l'euro passe à 1,3644\$.

Le mercredi 14 avril, le Commissaire européen chargé des affaires économiques et monétaires, Olli Rehn, exprime, pour éviter que ne se reproduisent des situations de crise semblables à celle de la Grèce, le vœu de développer de nouveaux outils de surveillance et d'améliorer les dispositifs de sanction. Selon lui en effet, il faut d'abord compléter la panoplie des indicateurs utilisés pour prévenir tout dérapage budgétaire en ajoutant aux seuils limites du déficit et de la dette publics les problèmes d'emploi, les écarts de compétitivité et l'évolution de la consommation. Ensuite, les sanctions doivent s'appliquer plus rapidement.

Mais, sur les marchés, l'accalmie aura été de courte durée : le jeudi 15, l'euro redescend sous les 1,36\$ et le rendement des obligations grecques à dix ans s'est remis à la hausse. Les opérateurs restent en effet inquiets : ils ne savent pas ce que va faire la Grèce, demander l'aide qu'on lui propose ou emprunter sur les marchés. Le hasard veut que ce soit ce même jeudi que la Grèce rende officielle la lettre que le ministre de l'économie grec envoie aux dirigeants de la Commission européenne, de la BCE et du FMI pour demander « l'ouverture de discussions sur un programme pluriannuel de politiques économiques qui pourraient être soutenues par une assistance financière des membres de la zone euro et du FMI ». Notons que c'est également ce jeudi que se réunit au Brésil le deuxième sommet du BRIC (le premier sommet a eu lieu en Russie en juin 2009). Au cours de ce sommet, les pays émergents demandent une meilleure représentativité au sein des instances internationales et on constate un lien de plus en plus étroit entre le Brésil et la Chine.

En fin de semaine, les marchés actions sont pratiquement tous orientés à la baisse, pas tellement à cause de la crise grecque, mais plutôt à cause d'une accusation de fraude lancée contre Goldman Sachs par la SEC (Securities Exchange Commission) : -1,58% pour le CAC40 (à 3987 points), -

L'EURO

1,10% pour le DAX30, -0,47% pour le Footsie, +0,19% pour le Dow Jones, +1,11% pour le Nasdaq et -0,91% pour le Nikkei. Et l'euro descend sous 1,35\$.

Le samedi 17, troisième édition des Etats généraux de l'Europe, à Strasbourg, pour lancer la célébration du 50^{ème} anniversaire du Traité de Rome.

Au cours de la troisième semaine, les conditions imposées par les marchés à la Grèce atteignent des sommets : le coût du financement à 10 ans monte à 8,3% et le prix des CDS à près de 500 points de base ! La monnaie unique fait évidemment les frais de la situation grecque à laquelle s'ajoute d'ailleurs la mollesse de la reprise européenne (le FMI prévoit pour 2010 un taux de croissance pour la zone euro de 1% contre 1,9% pour le Japon, 3,1% pour les États-Unis, 8,8% pour l'Inde et 10% pour la Chine, avec un taux moyen pour l'économie mondiale de 4,2%) : l'euro est en baisse continue et des experts estiment qu'elle pourrait ainsi retrouver ce qu'ils pensent être sa valeur d'équilibre, aux environs de 1,20\$.

Cela illustre une situation qui, hélas, pourrait se généraliser. *La crise des subprimes est au départ une crise du surendettement privé et sa résolution a nécessité de vigoureux plans de relance gouvernementaux. Mais cela fait courir à la sortie de crise le risque manifeste d'un surendettement public et par conséquent celui d'un krach possible (la crise des subprimes aurait fait passer le montant mondial de l'endettement public de 28 000 en 2006 à 38 000 milliards \$ en 2009). C'est pourquoi O. Blanchard, chef économiste au FMI, non seulement défend à nouveau sa proposition de fixer des normes d'inflation un peu plus élevées que celles que retiennent actuellement les Banques centrales (voir plus haut), mais considère qu'il ne faut pas retarder davantage les ajustements budgétaires : « la détérioration budgétaire due à la crise a changé la nature du risque. Il est du côté de la dette publique et d'un cercle vicieux entre explosion de la dette et augmentation des primes de risque et des taux d'intérêt. C'est pour cela qu'il faut se concentrer sur l'ajustement budgétaire. Avec plus ou moins d'urgence selon les pays ».*

Le jeudi 22, Eurostat révise à la hausse le poids du déficit public de la Grèce, qui atteindrait pour 2009 13,6% du PIB et non pas les 12,7% annoncés à l'automne et qui résultent eux-mêmes d'un doublement de ce qui était affiché précédemment... Avec un tel déficit révisé à la hausse, la dette publique grecque serait de 120% du PIB. Il faut d'autant plus parler au conditionnel que ces estimations sont établies à partir de données statistiques grecques peu fiables en ce qui concerne les organismes de sécurité sociale. Mais les informations négatives ne viennent pas seulement d'Eurostat. D'une part, l'agence de notation Moody's abaisse sa note de A2 à A3, ce qui la rapproche des deux autres agences importantes, S&P et Fitch, qui ont en effet déjà mis des notes plus basses à la Grèce. D'autre part, les marchés imposent des conditions de plus en plus sévères à la Grèce : le marché obligataire affiche un taux supérieur à 10% sur 2 ans et de 8,8% sur 10 ans, et le prix du CDS à 5 ans atteint 644,1 pdb, ce qui signifie que les marchés estiment à environ 40% le risque de défaut de la Grèce à cette échéance. Dans le classement des pays selon le risque-pays, la Grèce se trouve ainsi maintenant en quatrième position, après l'Argentine, le Venezuela et le Pakistan.

La Grèce est entrée dans le cercle vicieux dont parle O. Blanchard.

Tout cela nuit non seulement à l'euro, qui passe sous les 1,33\$, mais aussi à la crédibilité de la zone euro. Les marchés commencent en effet à séparer le bon grain de l'ivraie, en ce sens que deux catégories de pays apparaissent de plus en plus nettement quant aux rendements des obligations souveraines, avec d'un côté les « bons élèves » tels que l'Allemagne et même la France, dont les taux se détendent, et les « mauvais élèves » dont les taux augmentent, à savoir les autres PIGS.

Deux remarques sont à faire ici :

1) La hausse des taux que les marchés impose aux pays qu'ils considèrent comme fragiles est une parfaite double illustration, celle du principe des prophéties autoréalisatrices et celle du mécanisme d'un cercle vicieux, avec un effet de panique en prime.

2) On sait qu'il n'est pas possible d'exclure un pays de la zone euro. Mais il est concevable qu'un pays se retire de la zone euro : pour pouvoir disposer de la possibilité de dévaluer et de rembourser ainsi plus facilement leur dette, des Etats membres pourraient décider de quitter la zone euro ; et dans une telle hypothèse, la zone euro pourrait soit disparaître, soit se réduire à une mini-zone. Seulement, l'euro limité à cette mini-zone connaîtrait vraisemblablement une forte appréciation qui comprometttrait alors gravement la compétitivité des pays membres restants (« l'élimination successive des maillons faibles de la zone euro finirait par la solitude du pays vertueux, qui, de ce fait, perdrat tous les avantages de sa vertu. Que resterait-il en effet des avantages compétitifs de ce pays si tous ses ex-compagnons de route dévaluaien leurs monnaies ? » (J.-P. Fitoussi, Le Monde du 5 mai 2010)).

Dès le lendemain, le vendredi 23, la Grèce demande officiellement le lancement du plan d'aide. Les membres de la zone euro et le FMI font savoir aussitôt qu'ils vont agir rapidement, mais l'Allemagne

L'EURO

persiste à conditionner cette aide : pour elle, pour que l'aide puisse être accordée, encore faut-il être certain que la stabilité de l'euro est en cause et que la Grèce se soumet effectivement à un plan d'économies crédible.

Comme l'aide de la zone euro à la Grèce va compliquer les perspectives de reprise en Europe, cette fin de semaine montre une certaine différence entre les places financières selon qu'elles sont d'un côté ou de l'autre de l'Atlantique : - 0,89% pour le CAC40 (à 3951 points), +1,27% pour le DAX30, - 0,35% pour le Footsie, +1,68% pour le Dow Jones, +1,97% pour le Nasdaq et -1,69% pour le Nikkei. Le 27 avril, S&P -Standard & Poor's- abaisse la note mise à la Grèce à BB+, ce qui signifie que pour cette agence de notation la Grèce quitte la catégorie « qualité moyenne inférieure » pour entrer dans la catégorie « spéculative », donc dans celle des obligations « pourries ». Et elle diminue la note du Portugal, de deux crans, en la faisant passer de A+ à A-. Ces deux rétrogradations minent encore un peu plus la confiance des marchés, spécialement dans le réalisme du plan de soutien à la Grèce. Les cours des titres plongent sur les places européennes et ailleurs, l'euro est sérieusement malmené (1,3143\$) et les taux exigés de la Grèce flambent (18% à deux ans et 11% à 10 ans). Maintenant, on entend parler de risque de faillite et dire que le plan de soutien Zone euro - FMI de 45 milliards d'euros ne suffira pas et qu'il faudrait en prévoir un plus de trois fois supérieur pour que la Grèce puisse sortir de la crise durablement.

Note : les agences de notation ont chacune leur échelle d'évaluation.

Le tableau ci-dessous donne les échelles des 3 agences de notation qui se partagent plus de 90% du marché du « rating ».

Catégorie	S&P	Moody 's	Fitch
<i>Niveau d'investissement de sécurité</i>			
Qualité maximale (probabilité de risque minimale)	AAA	Aaa	AAA
Qualité élevée (probabilité de risque très faible)	AA+ AA AA-	Aa1 Aa2 Aa3	AA+ AA AA-
Qualité favorable (probabilité de risque faible)	A+ A A-	A1 A2 A3	A+ A A-
Qualité correcte (probabilité de risque normalement fiable)	BBB+ BBB BBB-	Baa1 Baa2 Baa3	BBB+ BBB BBB-
<i>Niveau d'investissement spéculatif</i>			
Faible protection contre les éléments spéculatifs (probabilité d'évolution du risque)	BB+ BB BB -	Ba1 Ba2 Ba3	BB+ BB BB-
Faible probabilité de respect des engagements (risque significatif avec marge de sécurité)	B+ B B-	B1 B2 B3	B+ B B-
Éventualité d'un défaut proche (risque considérable)	CCC+ CCC CCC-	Caa1 Caa2 Caa3	CCC+ CCC CCC-
Éventualité d'un risque imminent (risque élevé)	CC C	Ca	CC C
En défaut (risque excessif)	D	C	DDD DD D

L'EURO

*A posteriori, on s'aperçoit que ce type de crise de finances publiques ressemble à de nombreuses maladies : plus on attend pour administrer le traitement nécessaire et plus il devient difficile d'enrayer le mal. Par conséquent, la responsabilité des dirigeants des États membres de la zone euro et des autorités européennes est entièrement engagée. Leurs atermoiements depuis plusieurs mois sont d'autant plus coupables qu'ils vont avoir des conséquences négatives sur l'évolution du niveau de vie de leurs populations, et pour certaines d'entre elles pendant de nombreuses années. Nous pensons bien évidemment aux Grecs mais il faut aussi se demander quels seront les effets à la fois de la situation de quasi-faillite de l'État grec et des aides massives que l'Allemagne et la France seront obligées de lui apporter quand on sait que ce sont précisément les banques françaises et allemandes qui possèdent le plus de la dette grecque... Bref, ces atermoiements sont une triste manifestation des déficiences congénitales de la construction européenne, car certains s'expliquent par les contraintes dérisoires de calendrier électoral qu'un pays -l'Allemagne- fait supporter à tous les autres, pendant que d'autres traduisent une incapacité des Européens à traiter collectivement les problèmes qui les concernent pourtant au premier chef : « la zone euro est une maison qui a été construite sans fondations » et, comme l'écrira sèchement J.-P. Fitoussi dans *Le Monde* du 5 mai, en conclusion de son éditorial, « cela ressemble à s'y méprendre à une "conjuration des imbéciles" pour reprendre le titre du beau roman de John Kennedy Toole ». Certes, pressé par les événements, le Président du Conseil européen, H. van Rompuy, annonce de Tokyo qu'il envisage de réunir un sommet des États-membres de la zone euro vers le 10 mai pour concrétiser l'aide à la Grèce, mais pourquoi si tard ? Certes, la chancelière allemande accepte maintenant d'accélérer la mise en place de l'aide, mais pourquoi si tard ? Car comme le dit D. Strauss-Kahn, « chaque jour perdu est un jour où la situation empire et empire ».*

Le mercredi 28, l'agence de notation S&P baisse d'un cran la note mise à l'Espagne, qui passe de AA+ à AA. Ainsi se manifeste de manière de plus en plus nette un effet de contagion de la situation économique de la Grèce aux autres PIGS. À quand le tour de l'Irlande ? Faut-il craindre que la contagion gagne des pays beaucoup plus importants comme l'Italie (rappelons que la Grèce « pèse » moins de 3% du PIB de la zone euro) ? Bref, comme le disent les investisseurs, « who's next ? ».

Cet épisode montre que les marchés financiers ont l'art d'exploiter les faiblesses des économies nationales et de se précipiter dans les brèches dès qu'elles apparaissent, au risque de transformer ces brèches en gouffres béants. Après que le cercle vicieux ait abattu la Grèce, il contamine maintenant l'Europe du Sud avant, on peut le craindre, de se propager à toute la zone euro au point de mettre en cause sa viabilité. Surtout que la fébrilité des marchés ne s'explique plus seulement par l'importance des dettes souveraines mais aussi par la fragilité des systèmes bancaires qui sont très exposés au risque que représentent ces dettes étatiques. Autrement dit, on assiste à un double enchaînement infernal, d'abord entre les dettes souveraines des différents pays et ensuite entre les dettes souveraines et les systèmes bancaires, ce qui peut provoquer en quelque sorte un retour de la crise des subprimes par l'endettement public ; et à une crise monétaire peut s'ajouter ainsi une crise boursière. La fébrilité des marchés s'explique également sans doute par l'instabilité des exécutifs européens qui, ici et là, sont malmenés par des incertitudes électorales, par des chutes importantes de popularité, par des majorités très relatives, par des coalitions artificielles, ou encore par des poussées inquiétantes de populisme.

Remarque sur les marchés des dettes souveraines : ces marchés sont a priori très simples dans leur fonctionnement. En effet, dans le cas normal, on n'a d'un côté qu'un emprunteur et de l'autre un certain nombre de prêteurs qui sont des banques centrales, des banques commerciales, des compagnies d'assurances et des caisses de retraite et fonds de pension, dont les objectifs tiennent en trois mots : sécurité, rendement et liquidité, laquelle dépend de la profondeur du marché et de l'homogénéité des titres. Et c'est le taux d'intérêt qui est au centre des transactions parce qu'il en est la seule variable d'équilibration. En ce qui concerne la zone euro, les investisseurs jugeaient globalement les taux de la zone. Mais quand il y a suspicion sur la solvabilité de tel ou tel État, ces investisseurs deviennent à la fois plus vigilants et plus exigeants : ils examinent de près le spread, c'est-à-dire l'écart de taux entre le pays en difficulté et celui du pays servant de référence. Et surtout, se rajoutent dans la mêlée des acteurs présents sur le marché les spéculateurs, en particulier les « hedge funds », systématiquement attirés par les marchés où il y a de la volatilité. Comme ces spéculateurs utilisent leur artillerie de produits sophistiqués tels que les CDS, la volatilité s'en trouve automatiquement accrue. Aidé plus ou moins par les avis des agences de notation, cet ensemble d'investisseurs forme des anticipations concernant non seulement l'évolution du spread mais aussi les différents scénarios possibles : va-t-il y avoir la décision d'un plan de sauvetage, va-t-il y avoir un plan de restructuration de la dette ou va-t-on vers un défaut désordonné ? etc. Au total, le fonctionnement des marchés se caractérise à la fois par des anticipations souvent autoréalisatrices et par des comportements à effets pervers et cumulatifs. L'euro baisse jusqu'à 1,3115\$.

Le jeudi 29, pour obtenir plus sûrement l'application rapide du plan d'aide, la Grèce annonce un nouveau plan d'austérité : réduction de son déficit de 10 points en deux ans, programme d'économies de 25 milliards d'euros. La rue est aux mains de manifestants mais les marchés sont un peu rassurés.

L'EURO

Tout logiquement, la fin de la semaine est marquée sur les places financières par une évolution négative sur les cinq jours : -2,80% pour le CAC40 (à 3841 points), -1,83% pour le DAX30, -1,85% pour le Footsie, -0,33% pour le Dow Jones, -0,72% pour le Nasdaq et + 1,19% pour le Nikkei. En fin de mois, une convention est signée entre la nouvelle ACP, installée le 9 mars, et l'AMF : ACP et AMF forment dorénavant un pôle commun et coordonnent leurs efforts pour renforcer le contrôle de la commercialisation des divers produits financiers, afin de mieux protéger les clients.

• Mai 2010 ->

Le dimanche 2 mai, en cours de matinée, le Premier ministre grec annonce, en direct à la télévision lors de la réunion de son gouvernement, un accord conclu avec les États membres de la zone euro et avec le FMI pour le déblocage de l'aide financière négociée depuis plusieurs semaines. Il fait part aussi des principales mesures du programme d'austérité que le peuple grec devra subir : gel des salaires de la fonction publique et des pensions, suppression des 14 et 15èmes mois, recul de l'Âge de départ à la retraite, hausse des impôts indirects dont la TVA et mesures de flexibilisation du marché du travail et du marché des biens et services. Dans l'après-midi, les ministres de l'économie et des finances de la zone euro sont à Bruxelles et précisent les modalités du sauvetage : la somme globale des prêts sera en définitive de 110 milliards d'euros, dont 80 seront apportés par les États membres de la zone euro (ce montant sera ramené à 77,3 parce que la Slovaquie refusera de participer), le FMI en apportant 30 (cela donne raison à tous ceux qui estimaient insuffisant le plan de relance de 45 milliards d'euros...). Les premiers prêts bilatéraux devraient être débloqués avant le 19 mai, au taux de 5% : cela va permettre à la Grèce d'éviter pendant plusieurs mois d'emprunter sur les marchés à des taux prohibitifs. De son côté, le gouvernement grec est obligé de prendre l'engagement de ramener le déficit public de 14% du PIB en 2009 à 3% fin 2014 et de réaliser des économies de 30 milliards d'euros dans les trois ans qui viennent. Notons que les prêts accordés par les partenaires nécessitent pour eux des emprunts qui alourdissent leur propre dette souveraine.

Considérant positif cet engagement, la BCE annonce le lendemain, le lundi 3 mai, qu'elle acceptera, en contrepartie des prêts qu'elle fera elle-même aux banques européennes qui participeront à l'aide financière à la Grèce, des titres de la dette grecque même mal notés, autrement dit des obligations qui ont été pourtant sérieusement dégradées par les agences de notation.

Le communiqué de la BCE est le suivant :

« Le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a décidé de suspendre l'application du seuil de notation minimal dans les conditions d'admissibilité de garantie aux fins des opérations de crédit de l'Eurosystème dans le cas des titres de créance négociables émis ou garantis par le gouvernement grec . Cette suspension sera maintenue jusqu'à nouvel ordre.

Le gouvernement grec a approuvé un programme d'ajustement économique et financier, qui a été négocié avec la Commission européenne, en liaison avec la BCE et le Fonds monétaire international. Le Conseil d'administration a évalué le programme et estime qu'il est approprié. Ce bilan positif et la forte résolution du gouvernement grec à mettre totalement en œuvre le programme sont à la base, également dans une perspective de gestion des risques, de la suspension annoncée par la présente.

La suspension s'applique à tous les instruments de dette négociables nouveaux ou existants produits ou garantis par le gouvernement grec ».

Ce communiqué est doublément important. D'une part, il montre que face à une situation exceptionnelle, la BCE met en œuvre une stratégie exceptionnelle, inédite dans son histoire. D'autre part, il fait comprendre que la BCE reste malgré tout prisonnière de son idéologie libérale puisqu'elle se félicite du programme d'ajustement consenti par la Grèce ; or, ce programme d'austérité risque de faire tomber la Grèce dans la déflation. La situation prouve en effet que la monnaie unique, parce qu'elle supprime l'arme de la dévaluation, peut avoir un coût économique et social élevé quand l'équilibre macroéconomique se cherche au moyen de variables d'ajustement sur le marché du travail, dans le niveau d'activité et par l'évolution des prix. Mais, en dehors du fait que le programme grec conduit potentiellement à la déflation, peut-on croire raisonnablement que la Grèce peut parvenir à faire baisser son déficit de 11 points de PIB en 3 ans ? Qu'en diront les marchés ?

En Grèce, le mercredi 5 connaît d'importantes manifestations contre les mesures d'austérité : 3 personnes sont décédées dans l'incendie d'une agence bancaire.

Le jeudi 6 enregistre trois événements significatifs de la gravité de la situation actuelle de l'Europe. Primo, l'euro baisse en cotant 1,2748\$, ce qui certes ravit les exportateurs mais ce qui est aussi un signal supplémentaire pour alimenter la défiance des investisseurs vis-à-vis de la zone euro. Secundo, les bourses européennes continuent leur dégringolade commencée au début de la semaine. Tertio, le Président français et la chancelière allemande envoient au Président du Conseil européen, en cette

L'EURO

veille d'un Conseil européen, une lettre commune pour l'assurer de leur détermination à préserver les acquis de la zone euro, sa solidité, sa stabilité et son unité en s'opposant à toute exclusion d'un État membre et en assurant une meilleure gouvernance de la monnaie unique, en particulier en mettant en place « un cadre robuste pour la résolution des crises », ce qui renvoie sans doute à l'idée d'un Fonds monétaire européen.

Comme on l'a déjà mentionné plusieurs fois, la crise actuelle est en effet grave au point de remettre en cause la survie de l'euro. Deux prix Nobel l'affirment sans ambages : P. Krugman écrit sur son blog : « l'euro en soi est-il en danger ? En un mot, oui » ; et J. Stiglitz considère que si l'Europe « ne règle pas ses problèmes institutionnels, l'avenir de l'euro sera peut-être très bref ».

De son côté, de Lisbonne où il se réunit, le Conseil des gouverneurs de la BCE maintient ses taux directeurs : *cette décision de statu quo ne rassure pas ceux qui comptaient, pour faire face au péril qui grandit de jour en jour, sur une réaction d'une grande ampleur de la BCE. Pour tout dire, certains regrettent que la BCE ne se résolve pas à faire fonctionner un tant soit peu la « planche à billets » pour participer directement au financement du déficit grec (une rumeur commence à enfiler : de nombreuses banques supplieraient la BCE d'acheter directement des titres grecs. Notons que les statuts de la BCE ne l'autorisent pas à acheter directement des titres publics « neufs » mais rendent possibles les rachats de titres publics « d'occasion »).* Peu après la conférence de presse de J.-C. Trichet, l'euro baisse jusqu'à 1,2523\$.

Et pour ce qui concerne la France, le Premier ministre François Fillon annonce une stratégie budgétaire rigoureuse en se défendant de promouvoir pour autant une politique d'austérité. Il n'empêche qu'il demande à ses ministres pour la lettre de cadrage du budget 2011 et pour la loi de programmation 2011-2013 un gel pendant trois ans de leurs dépenses en valeur (« zéro volume »). *Ne faut-il pas voir surtout dans cette stratégie annoncée, de même que dans l'effet d'annonce créé par le projet de réforme des retraites, la volonté de donner aux marchés financiers des gages de sérieux ?*

Le vendredi 7 mai se réunit à Bruxelles le Conseil européen : inutile de dire que la crise de l'euro est au cœur de l'ordre du jour, surtout que tout au long de la journée tous les marchés, aux quatre coins de la planète, sont très fortement en baisse et expriment ainsi leur défiance généralisée. D'ailleurs, le Président français déclare qu'à crise systémique il faut une réponse systémique. *N. Sarkozy a raison s'il faut comprendre par là que la crise a maintenant une tout autre dimension : à cause du retard pris depuis plusieurs mois dans sa résolution, aujourd'hui, ce n'est plus la crise de la Grèce, c'est la crise de la zone euro, ce n'est plus une crise de finances publiques, c'est la crise de la monnaie unique. C'est cela qui est en train de se jouer sur les marchés.* Les dirigeants européens décident de créer un Fonds d'urgence d'assistance financière financé par un emprunt de la Commission européenne, donc de concrétiser l'idée d'un Fonds monétaire européen, et admettent qu'il est nécessaire d'utiliser l'article 122 des statuts qui autorise à venir en aide à un pays menacé par « des circonstances exceptionnelles échappant à son contrôle », cette aide étant financée par un emprunt européen. Mais ce dispositif d'aide, qui est similaire à celui qui peut être appliqué au profit des pays de l'UE qui ne sont pas dans la zone euro, doit être adopté par l'ensemble des États membres de l'UE ; d'où la programmation d'une réunion de tous les ministres des finances le dimanche 9 mai, où il faudra une majorité qualifiée...

Sur les places financières, la fin de la semaine enregistre des baisses exceptionnelles : -11,12% pour le CAC40 (à 3392 points), -6,86% pour le DAX30, -8,81% pour le Footsie, -5,71% pour le Dow Jones, -7,95% pour le Nasdaq, -7,18% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2757\$.

Le dimanche 9 mai se tient à Bruxelles la réunion des ministres des finances de toute l'UE, donc de l'Ecofin, pour se prononcer sur les mesures envisagées l'avant-veille au niveau de la zone euro.

Est enfin prise, dans la nuit, et malgré la résistance des certains participants, en particulier du ministre anglais (le Royaume-Uni refuse en définitive de s'associer au plan de stabilisation de la zone euro), la décision de créer un **Fonds de soutien** de 60 milliards d'euros apportés par la Commission européenne auxquels s'ajoutent 440 milliards de prêts et garanties fournis par les pays de la zone euro. Le FMI apportera de son côté des prêts additionnels pouvant atteindre 250 milliards d'euros. Cela fait un total de 750 milliards, ce qui est considérable. Ainsi est né, lors du Conseil européen des 9 et 10 mai, par le règlement 407-2010, le « **Mécanisme européen de stabilisation financière** », ou **MESF**, qui permet à tout État membre en difficulté d'obtenir un prêt ou une ligne de crédit.

Beaucoup espèrent, les responsables politiques européens en tête, que cette décision forte va apaiser les marchés dès leur ouverture lundi matin : cela semble être le cas, vu les réactions des bourses asiatiques et la remontée de l'euro sur le marché des changes, sitôt le plan annoncé. Mais il faut malgré tout constater que le temps des politiques n'est pas celui des

L'EURO

Marchés : depuis le 16 octobre 2009 où le Premier ministre grec G. Papandréou a annoncé que les statistiques du déficit et de la dette publics grecs transmises périodiquement à Bruxelles sont fausses, 7 mois se sont déroulés ! C'est peut-être court pour les responsables européens mais c'est une éternité pour les marchés. En plus, les discours des politiques n'ont ni le contenu ni la forme attendus par les marchés. Au total, « entre ceux qui doivent des comptes à leurs électeurs et ceux qui n'en rendent qu'à leurs actionnaires, le fossé s'est creusé » (J. Pisani-Ferry).

D'un autre côté, il est facile d'imaginer que les pays de la zone euro souhaitent par-dessus tout que les PIGS n'auront pas besoin de cette aide dans la mesure où sa mise en œuvre effective exigerait d'eux un effort considérable.

En plus de la création du fonds de soutien, les responsables européens demandent une révision du PSC et des autres dispositifs de surveillance, des mesures d'assainissement budgétaire et un engagement collectif des États, de la Commission et de la BCE de « faire usage de l'ensemble des moyens disponibles pour assurer la stabilité de la zone euro ».

Le hasard veut que ce soit le même jour qu'aient lieu les fameuses élections allemandes dans le Land de Rhénanie-du-Nord-Westphalie qui ont pesé tellement négativement dans la résolution de la crise grecque. A. Merkel et sa coalition perdent ces élections : « no comment ». Il faut souhaiter que ce résultat, joint à la difficulté du Royaume-Uni de se doter d'un nouveau Premier ministre, ne compromette pas l'effet attendu sur l'évolution des marchés du plan de secours décidé à Bruxelles.

Le lundi 10 mai au matin, dans la foulée du plan de sauvetage décidé à Bruxelles dans la nuit qui vient de se terminer, la BCE décide de mettre en application ce que certains appellent « l'option nucléaire » : de la création monétaire pour financer les dettes. Pour être précis, il s'agit de rachats de titres publics déjà émis et non d'achats directs de titres neufs : l'action de la BCE reste donc conforme aux statuts et l'arme utilisée n'est pas totalement nucléaire... L'ampleur de ces interventions sera décidée par le Conseil des gouverneurs. De plus, elle réactive son dispositif non conventionnel avec des enchères à 3 et à 6 mois illimitées et à taux fixe, et, en concertation avec d'autres banques centrales comme la Fed, la BoE, la Banque du Canada et celle de la Suisse, la BCE décide de réactiver aussi les mécanismes d'échanges de devises (swaps) pour réapprovisionner les marchés en dollars après une baisse brutale de l'euro.

Après ces annonces, les experts soulignent l'importance exceptionnelle des décisions par la BCE, reconnaissent leur absolue nécessité, tout en se demandant dans quelle mesure elles ne vont pas affecter la crédibilité et l'indépendance de la BCE, surtout que celles-ci ont déjà été un peu entamées lorsqu'elle a accepté la semaine précédente de prendre en garantie de ses prêts des titres de la dette grecque (pour manier à dessein le paradoxe, on pourrait dire qu'en portant ainsi atteinte à son indépendance vis-à-vis des gouvernements des États membres de la zone euro, la BCE a pris de l'indépendance vis-à-vis de la Banque centrale allemande dans la mesure où les décisions qu'elle vient de prendre l'affranchissent des dogmes de la Bundesbank). Le tournant pris par la BCE ce 10 mai fait d'elle un « acheteur en dernier ressort » et la transforme en une véritable « bad bank », dont le bilan s'alourdit dangereusement aux yeux de certains. Il faut cependant relativiser ces craintes dans la mesure où la BCE pratique en parallèle à ses achats d'obligations publiques une stratégie de « stérilisation » : les achats d'obligations sont financés concrètement par les dépôts des contreparties, qui sont réabsorbés par des opérations de réglage fin avec des reprises de liquidités en blanc. Ainsi, le volume de la liquidité des banques n'est pas modifié, et cela permet de ne pas perturber les taux d'intérêt du marché monétaire. De plus, il est regrettable de constater que la crise européenne, parce qu'elle présentait le danger de se répercuter ailleurs, a amené le Président Obama à intervenir directement vendredi puis dimanche après-midi auprès de Madame Merkel pour la convaincre de réviser sa position : certes, le Président Sarkozy a joué directement un rôle important dans la résolution de la crise, mais les États-Unis ont exercé indirectement une influence déterminante. Quoi qu'il en soit, le fait que la Commission européenne puisse emprunter pour prêter à des États, que l'on invoque pour sauver la Grèce l'article 122 du Traité qui, en réalité, vise des circonstances certes exceptionnelles mais d'ordre naturel, et que la BCE puisse monétiser des dettes publiques sont trois avancées considérables, la première en direction du fédéralisme budgétaire, la seconde en direction de la révision des traités actuels et la troisième en faveur d'une modification des statuts de la BCE pour que celle-ci n'ait pas pour seule mission la stabilité des prix. Si ces trois avancées se confirment, on pourra soutenir que cette crise, gravissime, aura créé un électrochoc salutaire à l'avenir de la zone euro. Comme le dit très bien Mario Monti, ancien commissaire européen d'abord au marché intérieur à la fin des années 1990 puis à la concurrence au début des années 2000, dans un entretien donné au journal *Le Monde* (11 mai 2010), « on ne peut pas demander à l'euro d'être un funambule, suspendu entre une union économique qui n'est pas vraiment en place et une union politique, accouchée par petits pas dans la souffrance au fil des crises. Mais l'épreuve actuelle peut se transformer en grand pas en avant, à condition d'adopter une gouvernance budgétaire commune et une union économique ». Certains estiment qu'il faut être très optimiste pour croire en un fédéralisme budgétaire européen à l'image de celui des États-Unis : pour eux, ce serait déjà un progrès de rendre plus efficace le fédéralisme distributif qui existe actuellement avec les fonds structurels.

L'EURO

La journée de lundi enregistre des hausses exceptionnellement fortes sur les places d'abord européennes (+7,63% à Athènes, +11% à Madrid, +5,59% à Paris) puis américaines, au point que les pertes de la semaine précédente sont pratiquement effacées ! Les taux grecs à 10 ans sont presque divisés par 2 ! Et l'euro passe au-dessus de 1,30\$, après avoir coté 1,26\$ jeudi 6 et perdu 4,5% de sa valeur par rapport au dollar la semaine précédente. Le plan de sauvetage calme donc –pour un temps au moins– la tourmente financière. *Par les hausses qu'ils enregistrent, que l'on peut considérer comme excessives, on a une preuve supplémentaire que les marchés ont toujours tendance à surréagir. On peut également se demander si ce ne sont pas les spéculateurs, ou tout au moins certains d'entre eux, qui sont en définitive les grands gagnants de cette forte remontée des cours après leur chute de la semaine dernière : ils auraient donc réussi à forcer les États, à la fois, à décider un sauvetage sans précédent des pays de la zone euro en difficulté et à adopter des plans de rigueur budgétaire, tout en tirant profit de l'évolution des cours boursiers. Se repose ainsi la question des rapports de force entre États et marchés financiers...*

Mi-mai : la crise grecque fait oublier la situation difficile que connaissent d'autres pays européens. C'est en particulier le cas de la Roumanie, qui, au bord de la faillite, est obligée de se plier aux injonctions du FMI et adopte pour cela un plan d'une rare austérité pour le secteur public. Les finances publiques de la Hongrie sont également en très mauvaise situation.

Mercredi 12 mai, la Commission européenne, par la voix de son Président, M. Barroso, fait essentiellement trois propositions pour améliorer la gouvernance économique européenne. La première concerne l'évaluation du budget de chaque État membre qui serait faite au niveau européen avant même que le Parlement national ne l'examine, de façon à renforcer l'aspect préventif du PSC. La deuxième proposition consiste à compléter la liste des indicateurs pour mieux repérer les déséquilibres macroéconomiques : parmi ces indicateurs, les écarts de compétitivité devraient jouer un rôle important. La troisième proposition est de pérenniser le dispositif anti-crise mis au point pour sauver la Grèce. Parce qu'elle met en cause la souveraineté des États, c'est la première proposition qui crée le plus de remous : les Européens sont divisés à son sujet (voir à la fois les réactions de certains responsables gouvernementaux comme ceux de la Grande-Bretagne et de la Suède, et celles de nombreux parlementaires à l'intérieur de plusieurs pays, à commencer par la France), même si tous sont conscients que cela constituerait un pas important dans le sens de la gouvernance européenne qui semble, elle, faire consensus. Sur cette question de la gouvernance économique, un sujet supplémentaire de discorde apparaîtra quelque temps plus tard entre la France et l'Allemagne, la première proposant que la gouvernance économique européenne soit prise en main au niveau de la zone euro avec l'institutionnalisation d'un secrétariat économique, la seconde voulant que cela se réalise au niveau des 27. Lors de leur rencontre à Berlin le 14 juin, un compromis entre le Président français et la Chancelière allemande sera trouvé qui donne un certain avantage aux thèses allemandes : les deux dirigeants se prononcent certes pour un gouvernement économique (ainsi que pour la possibilité de priver de droit de vote les pays de la zone euro qui ne respecteraient pas les règles de la monnaie unique), mais celui-ci se fera au niveau des 27 et sans institution supplémentaire. *Remarquons que cette question du gouvernement économique soulève deux questions : une question de forme et une question de fond. La question de forme est d'ordre terminologique : faut-il parler de gouvernement ou de gouvernance ? Ceux qui n'acceptent pas de céder encore un peu plus de leur souveraineté nationale veulent que l'on emploie le terme de gouvernance. La question de fond concerne l'étendue et les modalités de ce gouvernement ou de cette gouvernance. Ces deux questions sont toujours en suspens.*

Le vendredi 14 mai, les Bourses européennes rechutent fortement : - 4,59% à Paris, -4,27% à Athènes, -5,26% à Milan, -3,14% à Londres et -6,64% à Madrid ! Non seulement les places financières avaient en effet surréagi positivement au lendemain des décisions des responsables européens mais elles sont à nouveau inquiètes sur les capacités de la Grèce à résoudre ses difficultés et sur celles de la zone euro à relever les défis qu'elle a devant elle, surtout que celle-ci semble être prise dans un étau : il lui faut réduire ses déficits pour mieux maîtriser ses dettes et/ou éviter que la médication nécessaire pour y parvenir annihile ses espoirs de croissance. Le problème crucial pour la zone euro, dont dépend directement sa survie, tient dans le choix que pose notre « et/ou » précédent : les deux objectifs sont-ils vraiment compatibles et si non, quel est celui qu'il convient de privilégier ? Selon J. Stiglitz (voir l'entretien accordé au journal *Le Monde* du 23/5/2010), on est en train de se tromper de stratégie : au lieu de l'austérité, qui ne peut que mener au désastre, il faudrait au contraire faire le maximum pour que la zone euro bénéficie de la meilleure croissance possible. Et le Prix Nobel 2001 se prononce aussi en faveur du fédéralisme budgétaire parce que « l'Europe a besoin de solidarité, d'empathie. Pas d'une austérité qui va faire bondir le chômage et amener la dépression ». Pour l'ensemble de la semaine, les Bourses enregistrent néanmoins des hausses : + 4,95% pour le CAC40

L'EURO

(à 3560 points), +5,98% pour le DAX30, +2,73% pour le Footsie, +2,31% pour le Dow Jones, +3,58% pour le Nasdaq et +0,94% pour le Nikkei.

Dès le lundi de la semaine suivante, les Bourses poursuivent leur mouvement de baisse, à commencer par celles d'Asie du Sud-est (Tokyo : -2,17%, Shanghai : -5,07%), puis celles d'Europe (Paris : -0,47%, Londres : -0,01%).

De son côté, ce lundi 17, la monnaie unique européenne enregistre son plus bas depuis 4 ans en cotant 1,2234\$.

Toujours ce lundi 17, en fin d'après-midi, l'Eurogroupe se réunit à Bruxelles pour évoquer la baisse de l'euro et pour assurer la mise en place du fonds de stabilisation financière décidé le dimanche 9. Mais les ministres des finances de la zone euro ne parviennent pas à se mettre d'accord et reportent la finalisation du plan à vendredi ; essentiellement à cause de l'Allemagne qui traîne des pieds parce qu'elle veut que son Parlement approuve à chaque fois l'accord des garanties pour les prêts bilatéraux, tant elle est attachée à la « culture de la stabilité et de la solidité », culture que la chancelière souhaite voir être partagée par tous les États membres. *Les ministres des finances de la zone euro se contentent donc de pratiquer la « méthode Coué » et d'utiliser la langue de bois, et le déroulement de cette réunion confirme ce qu'écrit Michel Aglietta (Le Monde du 18 mai) dans un article important sur la crise européenne : « l'Eurogroupe n'est qu'un fantôme de coordination intergouvernementale ».* Toujours ce lundi 17, la BCE annonce que la semaine précédente elle a réalisé deux opérations importantes : elle a lancé son programme d'achats d'obligations étatiques (avec une première vague de 16,5 milliards d'euros) et elle a utilisé les outils dont elle dispose pour absorber des liquidités de façon à ce que ces achats n'aient pas d'effet inflationniste.

Il faut insister sur le tournant que représente le programme d'achats d'obligations étatiques dans la stratégie de la BCE : en effet, en totale dérogation à ses principes –et à ses statuts-, la BCE adopte une politique de « détente quantitative », autrement dit du « quantitative easing » (QE) pour reprendre l'expression utilisée pour nommer cette pratique déjà mise en œuvre par les banques centrales américaine et anglaise ; ce qui correspond, en définitive et ni plus ni moins, à de la création monétaire. On peut profiter de la mise en œuvre de cette politique pour remettre en cause le dogme selon lequel la BCE ne doit pas prêter son concours aux États membres : un tel concours, autrement dit un financement monétaire des dépenses publiques, peut en effet représenter une source de financement décisive pour les investissements préparant le futur, en particulier dans les domaines de la recherche & développement, des énergies renouvelables et de la croissance verte. Et c'est là une problématique qui englobe largement tout en la conditionnant celle de la compétitivité.

Terminons ce commentaire par trois remarques :

- 1) *Alors que la politique de « QE » de la BCE a pour but d'aider les pays en difficulté pour le financement de leur dette, le QE américain a pour but d'empêcher la déflation ; c'est donc une mesure qui s'inscrit dans le cadre de la politique monétaire mais qui est « non conventionnelle » puisque l'action par les taux est devenue inefficace depuis qu'ils sont à 0%.*
- 2) *Si l'eurosystème (BCE et BC nationales) devait se substituer complètement aux marchés pour financer les pays de la zone euro en difficulté, il subirait une augmentation dangereuse de son bilan puisque c'est à près de 1 000 milliards d'euros que se monte le montant annuel des émissions de titres publics dans la zone (indiquons que le total du bilan de l'eurosystème était précisément de 1 000 milliards d'euros avant la crise).*
- 3) *Pour résoudre le problème de financement de leur déficit public, les pays qui disposent d'une épargne domestique significative ont aussi comme solution de mettre en place des circuits de financement privilégiés de manière à drainer cette épargne vers l'achat de titres publics.*

Le mardi 18 mai, les ministres des finances de l'UE s'entendent, malgré l'opposition de Londres, sur un projet de régulation des fonds spéculatifs. Ce projet reste en deçà de ce que souhaite au sujet de la supervision des services financiers le Commissaire au marché intérieur, le Français M. Barnier, et de ce que propose le Parlement européen avec en particulier la création de quatre organismes : un conseil des risques systémiques qui serait placé auprès de la BCE, et trois autorités de supervision pour s'occuper des Bourses, des banques et des assurances.

Également dans le but de s'attaquer à la spéculation, ce même mardi, l'Allemagne annonce qu'elle interdit pour ses 10 plus importantes institutions financières les « ventes à découvert à nu », c'est-à-dire les ventes à terme de titres que l'on n'a même pas empruntés. Cette décision fait baisser encore un peu plus la monnaie unique -l'euro passe en dessous de 1,22\$- et donne aux partenaires européens de l'Allemagne la fâcheuse impression que celle-ci joue « perso ». Cette impression se trouve renforcée par le fait que A. Merkel souhaite par ailleurs que la surveillance des budgets nationaux ne soit pas faite par la Commission mais par la BCE ou par une commission d'économistes, que les

L'EURO

sanctions prévues par le PSC soient nettement renforcées et que ses partenaires suivent l'exemple allemand (du « frein à l'endettement ») en inscrivant dans leur Constitution l'obligation de respecter les engagements du PSC.

Le hasard (?) veut qu'au même moment, (le jeudi 20 mai, lors de la 2^{ème} conférence sur les déficits), le Président français propose d'inscrire dans la Constitution une « règle d'or » concernant l'équilibre des finances publiques : les gouvernements devraient alors faire voter par le Parlement une loi de programmation pluriannuelle ayant une valeur contraignante pour les cinq budgets suivants, au lieu de trois comme le prévoit la réforme de 2008. Les détails du contenu de cette règle d'or s'inspireront des travaux de la Commission présidée par Michel Camdessus, mise en place en janvier. Ces travaux sont loin d'être terminés, surtout qu'il faut encore préciser des points importants, à commencer par la notion de déficit structurel.

En soirée de ce même 20 mai, le Sénat américain vote un texte sur la régulation des marchés financiers qui doit fusionner avec celui voté en décembre par la Chambre des Représentants pour aboutir à un texte d'ensemble que les deux chambres voteront avant d'être transmis au Président Obama pour signature. Le texte voté par le Sénat prévoit essentiellement des mesures pour éviter le risque systémique : création d'un Conseil de contrôle de la stabilité financière pour anticiper la formation de bulles, restriction des « opérations pour compte propre », possibilité donnée à l'État de limiter les opérations considérées comme trop risquées que feraient de très importantes institutions financières et qui pourraient donc avoir des conséquences systémiques, faire en sorte que les transactions sur produits dérivés ne se réalisent plus de gré à gré mais sur des plateformes transparentes, et appliquer la « règle Volcker » selon laquelle il faut une séparation entre les activités des banques de dépôts et celles des banques d'affaires. Dans une déclaration faite sitôt le vote du Sénat, le Président se montre très satisfait de cette victoire qu'il emporte ainsi sur les lobbies. *Mais la guerre contre les activités spéculatives dangereuses pour la stabilité du système est-elle pour autant définitivement gagnée ? Il a suffi, le jeudi 21, que des rumeurs courent sur l'éventualité d'une intervention concertée de plusieurs banques centrales sur le marché des changes dans le but de soutenir l'euro, pour que l'euro connaisse une embellie dès le vendredi matin : il passe au-dessus de 1,26\$. Cette embellie s'explique par les réactions des pays hors Europe qui vivent la dépréciation de la monnaie européenne comme une sorte de dévaluation compétitive. C'est notamment le cas du Japon, de la Chine et du Royaume-Uni. Mais la zone euro n'a-t-elle pas besoin justement, dans les circonstances actuelles, d'une sorte de dévaluation compétitive, pour donner un coup de « booster » à sa croissance ? Car la baisse de l'euro équivaut à un plan de relance...*

Sur la semaine, on enregistre des baisses très sensibles avec -3,64% pour le CAC40 (à 3431 points), -3,76% pour le DAX30, -3,80% pour le Footsie, -4,02 pour le Dow Jones, -5,02 pour le Nasdaq et -6,48% pour le Nikkei : l'inquiétude qui pèse sur l'avenir de la zone euro continue à influencer négativement les places financières, et la volonté de l'Allemagne de s'attaquer à la spéculation financière frappe davantage négativement les marchés que ne les satisfait le projet français d'inscrire la « règle d'or » dans la constitution.

Comme prévu le lundi 17, se réunit sous la Présidence de H. van Rompuy le vendredi 21 mai à Bruxelles un groupe de travail pour traiter de la gouvernance économique en Europe. Y participent essentiellement les ministres des finances des 27, le commissaire des affaires économiques à la Commission, le Président de la BCE et celui de l'Eurogroupe. Les objectifs poursuivis sont réaffirmés mais les mesures précises ne sont pas encore vraiment étudiées : deux autres réunions du groupe doivent avoir lieu avant l'été, avec des réunions préparatoires d'experts, et l'engagement est pris de remettre un rapport d'étape pour le Conseil européen de mi-juin et de fournir le rapport final de ce travail de réflexion avant le Conseil européen d'octobre.

En attendant, l'urgence constraint de nombreux pays européens à adopter la « culture de la stabilité et de la solidité » en adoptant des plans d'économie très rigoureux. C'est notamment le cas du Royaume-Uni où le nouveau gouvernement fait de la réduction du déficit public sa priorité et de l'Italie qui annonce de fortes réductions des dépenses publiques. En ce qui concerne l'Espagne, dont l'économie n'est pas trop touchée par un endettement public trop important (64,9% du PIB contre 79,1% pour le Royaume-Uni et 118,2% pour l'Italie) mais par un fort endettement privé (la dette privée représente 178% du PIB et est en grande partie entre des mains étrangères), par une crise de ses caisses d'épargne et par des dysfonctionnements de son marché du travail, le FMI prône la consolidation et la réforme du système bancaire et une flexibilisation de son système d'emploi. La

L'EURO

situation des banques espagnoles et la peur qu'ont les marchés financiers de voir la situation des finances publiques européennes entraîner des difficultés insurmontables pour les banques créancières (les cours des groupes bancaires chutent) créent de dangereuses tensions dans tout le système bancaire européen : les banques commencent à refuser de se prêter entre elles. Une crise de liquidité bancaire est-elle en train de se préparer ? En ce qui concerne les finances publiques de la France (ses administrations publiques ont une dette qui représente actuellement 83,6% du PIB et un déficit d'environ 8%), le gouvernement réaffirme à la Commission son engagement à ramener le déficit public à 3% du PIB en 2013 et liste les mesures pour y parvenir : diminution de 10% en 3 ans des dépenses de l'État et des dépenses d'intervention, réduction des « niches fiscales », limitation des dépenses d'assurance-maladie, gel des concours financiers de l'État aux collectivités territoriales, réforme des retraites, inscription de la « règle d'or » dans la Constitution. Mais à la fois la Commission européenne et les marchés vont rester sceptiques face à cet engagement des responsables français : au cours de la première quinzaine de juin, l'écart de rendement entre les obligations françaises et allemandes (le « spread ») fera plus que doubler. Irait-on vers un déclassement de la France par des agences de notation ?

Trois remarques ici : (1) *l'assainissement des finances publiques françaises exige en effet d'autant plus de gros efforts que le déficit primaire est proche de 6% du PIB, ce qui est l'un des chiffres les plus importants de la zone euro (celui de l'Allemagne est de 1,8% et celui de l'Italie de 1% seulement...).* (2) « *Le ratio dette sur PIB atteint 223% au Japon et l'Argentine a fait défaut avec 54%... Le niveau soutenable est celui que les marchés pensent être* » (G. Hoguet, dans « *Enjeux Les Échos* » de juin 2010). (3) *Il est important de savoir qui détient ces dettes publiques : la dette japonaise, certes considérable, n'est détenue que pour 5,8% par des créanciers étrangers, ce qui la met substantiellement à l'abri de l'influence des marchés, contre 47% pour les États-Unis, 32% pour le Royaume-Uni et 34% pour la France (notons qu'avec la crise des dettes publiques ces pourcentages sont amenés à évoluer : ainsi pour ce qui concerne la France, son taux dépassera 66% en 2011). De plus, qu'il s'agisse des créanciers nationaux ou internationaux, il s'agit tout aussi bien de banques centrales, de banques commerciales, d'investisseurs institutionnels ou encore de ménages. Et en ce qui concerne les créanciers internationaux, leurs relations constituent un écheveau inextricable : tous les pays sont à la fois débiteurs et créanciers. Cette dernière réflexion laisse imaginer qu'un processus de compensation pourrait être mis en place comme cela se fait pour les dettes interbancaires au niveau d'un même espace monétaire ; pour cela, il faudrait qu'une conférence multilatérale joue le rôle de chambre de compensation. Cette solution réduirait avantageusement l'influence des marchés sur la gestion des finances publiques des différents États.*

Cette peur qu'ont les marchés se traduit tout au long de cette dernière semaine du mois par des mouvements de cours d'une très forte ampleur, qui se terminent néanmoins par des résultats plutôt positifs : + 2,46% pour le CAC40, +2,01% pour le DAX30, +2,48% pour le Footsie, -0,56% pour le Dow Jones, +1,26% pour le Nasdaq et -0,22% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2274\$.

Également en fin de mois, une rumeur provoque une nouvelle fois des remous bien inutiles : le Financial Times laisse en effet entendre que des banques centrales asiatiques, en particulier celle de la Chine, alarmées par la baisse de l'euro, pourraient vendre de leurs actifs libellés dans la monnaie européenne. Quand on sait que ces avoirs dépassent sans doute 10 000 milliards d'euros, on comprend quel cataclysme cela pourrait provoquer sur le marché des changes au détriment de l'euro. Mais, non seulement les autorités monétaires chinoises démentent vivement, mais encore faut-il se poser la question : revendre des actifs mais pour acheter quoi à la place ?

• Juin 2010 ->

Le 1^{er} du mois, le journal Le Monde publie un entretien que lui a accordé J.-C. Trichet, Président de la BCE : celui-ci reconnaît que « nous avons maintenant besoin d'avoir l'équivalent d'une fédération budgétaire en termes de contrôle et de surveillance de l'application des politiques en matière de finance publique ». Le Président du Conseil européen, H. Van Rompuy, reprendra à son compte cette idée le surlendemain pour concrétiser davantage son projet de gouvernement économique de la zone euro. Et la Commission veut lancer la réflexion sur le développement de ressources propres au budget communautaire, en évoquant en particulier des prélèvements de type écologique (taxe carbone et revenus produits par la Bourse d'échange de quotas d'émissions de CO₂) et un impôt sur les transactions financières.

Le 2 juin, toujours dans le quotidien « *Le Monde* », paraît un article du géostratège Gérard Chaliand, dont le sous-titre est « *face à l'essor des nouvelles puissances régionales, le Vieux Continent stagne* », et dont la conclusion nous semble limpide : « *Le défi, sur fond de changement d'équilibre démographique, est économique et concerne entre autres l'énergie,*

L'EURO

l'éducation, la recherche innovante. Les États-Unis semblent en mesure de le relever grâce à leur capacité d'adaptation et à leur dynamisme. C'est précisément ce qui nous manque et que nous ne résoudrons pas, ni avec des effets d'annonce sur la scène internationale, ni avec des corporatismes décidés à ce que rien ne change, ni avec une partie de la population encline à peu travailler, ni avec un important chômage chez les jeunes ».

Dans Le Monde du 8 juin, Nicolas Baverez porte un jugement également sévère : « Si les dirigeants et les citoyens se révèlent trop pusillanimes pour effectuer les réformes nécessaires à l'échelle de leurs nations et d l'Union, l'Europe n'ira certes pas à l'implosion ou à la banqueroute. Mais elle sera renflouée par les États-Unis et l'Asie. Et elle le paiera d'un statut de protectorat économique. Après avoir inventé le capitalisme et dominé 70% des populations et des terres émergées, l'Europe verrait sa souveraineté ruinée non pas par les totalitarismes qu'elle a enfantés, et dont elle a triomphé grâce à l'aide décisive des États-Unis, mais par son impuissance à relever le défi de l'universalisation du capitalisme ».

Dans la nuit du mercredi 2 au jeudi 3 juin, les banques de la zone euro utilisent la « facilité de dépôt » pour le montant record depuis la création de la monnaie unique de 320 milliards d'euros. Un tel dépôt de liquidités est une preuve des tensions fortes qui secouent le système bancaire européen évoquées un peu plus haut. D'ailleurs, lors de la conférence de presse qui suivra la réunion mensuelle du Conseil des Gouverneurs du jeudi 10, J.-C. Trichet reconnaîtra que le marché interbancaire de la zone euro ne fonctionne pas normalement. Pour y remédier, la BCE va continuer à fournir généreusement des liquidités à 3 mois au taux fixe de 1%, et cela les 28 juillet, 25 août et 29 septembre prochains.

Parce que plusieurs facteurs négatifs se conjuguent -ralentissement de la hausse de l'emploi aux États-Unis, situation préoccupante de la Roumanie et de la Hongrie, persistance de l'inquiétude sur les finances publiques dans la zone euro, contestation de la monnaie unique européenne, sans parler de la parole malheureuse du Premier ministre français F. Fillon, disant qu'il ne voyait « que des bonnes nouvelles dans la parité entre l'euro et le dollar »- les marchés, financiers et des changes, terminent cette première semaine de juin par de très fortes baisses : -1,69% pour le CAC40 (à 3456 points), -0,12% pour le DAX30, -1,20% pour le Footsie, -2,02% pour le Dow Jones, -2,57% pour le Nasdaq, +1,42% pour le Nikkei, et l'euro passe sous la barre des 1,20\$ en cotant 1,1968, ce qui est son cours le plus bas depuis 4 ans.

Le samedi 5 juin, à Busan, en Corée du Sud, les ministres des finances du G20 se réunissent sur le thème de la régulation financière internationale. Ils ne se sont pas mis d'accord sur l'instauration d'une taxe bancaire internationale, malgré les arguments développés par le FMI et plusieurs pays comme les États-Unis, la France, l'Allemagne et le Royaume-Uni. Par contre, il y a consensus sur la nécessité à la fois de revenir à des « finances publiques viables » et de renforcer les fonds propres des banques. Sur ce dernier point, certains experts estiment que les nouvelles règles bancaires envisagées pour 2012 dans le cadre de Bâle III coûteraient six points de croissance à l'Europe.

Le dimanche 6, l'Allemagne décide de baisser son déficit structurel de 10 milliards d'euros par an jusqu'en 2016 : cet assainissement des comptes publics devrait passer davantage par une réduction des dépenses que par une augmentation des prélèvements. *Les efforts exigés de la population allemande semblent très importants mais quand on rapporte les chiffres en cause au PIB, cette austérité est malgré tout relativement moins sévère que celle qu'a décidée a priori le gouvernement français... Cela dit, de la part de l'Allemagne, se fixer ainsi une telle discipline budgétaire alors que les marchés gardent une complète confiance en les capacités de son économie, est une illustration supplémentaire de la stratégie qu'elle est en train de mener, de type néomercantiliste, qui est à la fois non coopérative et suicidaire puisqu'elle va peser négativement non seulement sur la demande interne allemande mais aussi sur celle de ses partenaires européens. Encore heureux que l'économie mondiale n'aille pas trop mal... Mais d'un autre côté, les économistes de HSBC estiment que les différents plans de rigueur décidés en Europe s'avéreront sans doute insuffisants pour réduire significativement les déficits publics...*

La deuxième semaine commence avec la même tonalité négative : les places financières continuent à baisser et l'euro passe sous 1,19\$ (à 1,1877). *Cette dépréciation de l'euro est bien sûr la marque de la défiance vis-à-vis de la zone euro et de ses dirigeants, mais, en dehors des avantages et inconvénients classiques d'une telle dépréciation, il faut reconnaître que la valeur qu'atteint aujourd'hui la monnaie unique se trouve dans la zone de ce que les experts estiment être son taux d'équilibre. Plus précisément, il est souvent admis que 1,10 est le taux d'équilibre sur le plan commercial pour ne pas handicaper la compétitivité des produits européens, et que 1,20 est le taux d'équilibre sur le plan financier pour préserver l'attractivité de l'Union européenne aux yeux des investisseurs.*

Le lundi 7 juin, le FMI remet aux ministres de la zone euro un rapport qui critique l'application faite du PSC, qui insiste sur la nécessité d'une politique budgétaire plus rigoureuse et qui met en garde contre une croissance désespérément anémique.

L'EURO

Également le lundi 7 juin, et conformément à la décision prise en mai, est créé le **Fonds européen de stabilité financière (FESF)** dans le but de traiter les crises comme celle de la Grèce et donc de rassurer les marchés financiers : ce fonds doit pouvoir emprunter sur les marchés aux meilleurs taux grâce aux garanties qu'apportent les États membres de la zone euro. En plus des 60 milliards qui peuvent être empruntés sur les marchés par la Commission, garantis par les États membres et sur autorisation du Conseil Ecofin, le FESF est en mesure d'émettre des emprunts sur les marchés, garantis par les États membres à hauteur de 440 milliards, pour acheter ensuite, dans des conditions très précises, les Bons du Trésor des pays menacés de défaut. Mais, en contrepartie de l'aide qu'il apporte, le FESF oblige l'État secouru à respecter des contraintes financières drastiques qui ressemblent en définitive aux fameux plans d'ajustement structurel (FAS) du FMI.

Pour préparer la réunion de début juillet des ministres des finances, la chancelière allemande et le Président français adressent le mercredi 9 une lettre au Président de la Commission européenne pour qu'avance le dossier sur l'encadrement des produits dérivés et sur l'interdiction des ventes à découvert à nu.

À la fin de la deuxième semaine de juin, les Bourses sont moins pessimistes grâce aux bonnes performances commerciales de la Chine et aux prévisions optimistes faites par la Fed : +2,89% pour le CAC40 (à 3 555 points), +1,83% pour le DAX30, +0,74% pour le Footsie, +2,81% pour le Dow Jones, +1,10% pour le Nasdaq et -1,98% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2112\$.

Le jeudi 17 juin, réunis à Bruxelles, les dirigeants européens décident d'imposer aux banques d'une part des « stress tests » pour évaluer leur degré de résistance aux chocs, dont les résultats seront publiés sur une base individuelle fin juillet, et d'autre part une taxe pour financer un fonds de prévoyance, de façon à ne plus faire appel au contribuable en cas de crise financière. Par contre, l'instauration d'une taxe sur les transactions financières ne peut être envisagée qu'au niveau mondial : les Européens la proposeront donc au prochain G20.

Surtout, le Conseil européen arrête la « **stratégie Europe 2020** » destinée à succéder à la « stratégie de Lisbonne ».

« Les principaux objectifs de la stratégie Europe 2020 se résument à cinq grands thèmes, qui sont traduits en objectifs nationaux pour chaque État membre de l'UE (dans certains pays, ils sont ensuite subdivisés pour refléter la situation particulière de chaque région). (...)

La stratégie Europe 2020 cherche à atteindre les objectifs suivants d'ici à 2020 :

Emploi : augmenter le taux d'emploi de la population âgée de 20 à 64 ans à au moins 75 %.

Recherche et développement : augmenter les investissements des secteurs public et privé en matière de R & D à 3 % du PIB.

Changement climatique et énergies durables : réduire les émissions de gaz à effet de serre d'au moins 20 % par rapport aux niveaux de 1990, faire passer la part des sources d'énergie renouvelable dans la consommation finale d'énergie à 20 %, et accroître de 20 % l'efficacité énergétique.

Éducation : réduire le taux d'abandon scolaire à moins de 10 % et augmenter la part de la population âgée de 30 à 34 ans ayant obtenu un diplôme d'enseignement supérieur à au moins 40 %.

Lutte contre la pauvreté et l'exclusion sociale : réduire d'au moins 20 millions le nombre de personnes à risque de pauvreté ou d'exclusion sociale.

La Commission européenne a adopté sept initiatives phares pour se rapprocher des objectifs de la stratégie Europe 2020. Elles se regroupent en trois catégories :

croissance intelligente (une stratégie numérique pour l'Europe, une Union pour l'innovation, et jeunesse en mouvement) ;

croissance durable (resource efficient Europe et une politique industrielle à l'ère de la mondialisation) ;

croissance inclusive (une stratégie pour les nouvelles compétences et les nouveaux emplois, et une plateforme européenne contre la pauvreté) ».

En fin de troisième semaine, les cours boursiers évoluent positivement et cela est assez paradoxal puisque les divers indicateurs économiques et financiers ne sont pas devenus favorables pour autant : les marchés considéreraient-ils qu'ils ont précédemment trop baissé ? Le CAC40 gagne en cette

L'EURO

semaine +3,70%, le DAX30 +2,80%, le Footsie +1,69%, le Dow Jones +2,35%, le Nasdaq +2,95% et le Nikkei +2,99% L'euro cote 1,2387\$.

Le lundi 21 juin, une semaine tout juste avant l'ouverture du G20 à Toronto, au Canada, la Chine annonce une « plus grande flexibilité » du taux de change de sa monnaie, ce qui signifie la suppression –graduelle- du lien étroit maintenu jusque-là entre le yuan et le dollar (6,83 yuans pour un dollar). Cette décision a, a priori, pour finalité de désamorcer les critiques faites par de nombreux pays, en particulier les États-Unis, contre le caractère trop sous-évalué de la monnaie chinoise. Mais elle peut s'expliquer aussi par les craintes qu'inspire aux Chinois la baisse de l'euro pour leurs exportations...

Le mardi 22 juin, Londres prend des mesures drastiques d'économies budgétaires, y compris en réduisant fortement les prestations sociales, pour réduire un déficit public qui pèse 11% du PIB.

Lors du dernier week-end du mois de juin, les résultats du G20 qui se tient à Toronto sont très décevants alors qu'on attendait des progrès en matière de gouvernance mondiale. *Les dirigeants des pays les plus importants de l'économie mondiale (ils représentent près de 88% du PIB mondial) ne parviennent pas à choisir ou plutôt à doser entre les économies à faire pour réduire les dettes et la nécessité de soutenir l'activité économique, étant donné le lien dialectique entre ces deux objectifs. De plus, le fait que le gros de la crise soit passé et que la croissance mondiale reparte a pour conséquence que les urgences d'hier, celles de la régulation et de la gouvernance, sont comme oubliées.*

Les cours boursiers confirment les réactions contrastées et en « yo-yo » des investisseurs en cette période troublée : après une troisième semaine positive, cette fin de semaine enregistre partout des scores très négatifs : -4,54% pour le CAC40, -2,35% pour le DAX30, -3,89% pour le Footsie, -2,94% pour le Dow Jones, -3,74% pour le Nasdaq et -2,58% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2368\$.

Le mardi 29, les marchés connaissent un nouvel accès de fièvre, en enregistrant de brutales chutes. Ils craignent pour la santé des banques européennes dont le prêt exceptionnel de 442 milliards d'euros, accordé par la BCE il y a un an, se termine le 1^{er} juillet. Cela suscite de la méfiance entre les banques commerciales, ce qui met à mal le fonctionnement du marché interbancaire. De plus, l'inquiétude des marchés face à la situation des finances publiques de nombreux pays ne faiblit pas, tout au contraire.

Notons que le 27 juin, dans une conférence faite en Suisse, T. Padoa-Schioppa, ancien ministre italien de l'économie, appelé souvent la « force d'impulsion intellectuelle » de l'Euro et considéré comme l'un des pères fondateurs de la monnaie unique européenne, fait la distinction entre la conception « westphalienne » et la conception « post-westphalienne » de la zone euro. Rappelons que les traités de Westphalie, signés en octobre 1648, conclurent la guerre de Trente Ans et celle des Quatre-Vingts, et marquèrent la formation des États-nations au sens moderne de l'expression avec l'organisation de l'Allemagne ainsi que le développement de la conception actuelle de la souveraineté. T. Padoa-Schioppa estime que la zone euro ne doit pas céder à la conception westphalienne et doit être au contraire de type post-westphalien : les États membres doivent certes garder une certaine autonomie, mais il faut qu'ils acceptent de coordonner leurs actions et de respecter des règles décidées en commun.

• Juillet 2010 ->

La fin de la première semaine confirme la fièvre qui s'empare actuellement des marchés, et les statistiques économiques américaines décevantes ne vont pas améliorer leurs anticipations. Les indices boursiers enregistrent sur ces premiers jours de juillet de fortes baisses : -4,87% pour le CAC40 (à 3348 points) –ce qui se traduit pour plus d'un tiers des entreprises de l'indice par une capitalisation boursière inférieure à leurs fonds propres, -3,90% pour le DAX30, -4,13% pour le Footsie, -4,51% pour le Dow Jones, -5,92% pour le Nasdaq et -5,48% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2566\$.

Avec la deuxième semaine, les marchés prouvent une fois de plus qu'ils peuvent changer d'orientation très rapidement. Ils enregistrent en effet les uns et les autres de belles hausses : +6,16% pour le CAC40 (à 3554 points), +3,96% pour le DAX30, +6,09% pour le Footsie, +5,28% pour le Dow Jones, +4,53% pour le Nasdaq et +4,15% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2641\$.

Jeudi 15, aux États-Unis, la « réforme financière Obama » est enfin adoptée par vote du Sénat de la « loi Dodd-Frank ». Ce n'est pas un nouveau Glass-Steagall Act, ce qui, d'une certaine façon, déçoit Paul Volcker, qui a été Président de la Fed de 1979 à 1987 et qui défend au sein de l'équipe du

L'EURO

Président Obama un strict encadrement des activités spéculatives des établissements financiers : la « Volcker Rule », ou « règle Volcker ». On retrouve cependant dans la loi trace de cette règle puisque les établissements supervisés par la Fed ne pourront pas faire de trading pour compte propre. De plus, et pour la première fois, les produits dérivés de gré à gré vont être régulés au travers de règles émanant de la SEC (Securities and Exchange Commission) et de la CFTC (Commodity Futures Trading Commission) ; et les hedge funds ayant plus de 150 millions de dollars d'actifs devront s'enregistrer auprès de la SEC. La régulation est également renforcée sur le plan institutionnel, et cela de deux façons. D'une part, les pouvoirs des institutions existantes (Fed, SEC et FDIC –Federal Deposit Insurance Corporation-) sont élargis : en particulier, la SEC va s'occuper des produits dérivés et superviser les agences de notation. Et d'autre part, de nouvelles institutions sont créées : le Conseil de supervision de la stabilité financière, le Bureau de protection financière des consommateurs et le Federal Insurance Office (FIO). Mais certains considéreront que la loi « Dodd-Frank » sera vite vidée de sa substance à cause d'un manque de cohérence et de détermination dans la réforme du système financier (voir l'article de N. Baverez dans le Monde du 31 août 2011).

En cette mi-juillet, la Grèce revient sur les marchés pour y emprunter et l'Espagne ainsi que le Portugal font de même. Ces divers emprunts se réalisent sans difficulté, ce qui prouve que la zone euro retrouve quelque grâce aux yeux des investisseurs : ceux-ci semblent croire en la capacité de l'Europe à prendre et à appliquer les décisions qui s'imposent. D'où une remontée de l'euro face au dollar : il cote 1,301 le 20 et 1,3063 le 29. Cette embellie a sans doute quelque chose à voir aussi avec les bons résultats des tests de résistance auxquels ont été soumises 91 banques européennes, et qui sont connus avant leur publication officielle le 23 juillet. En effet, seulement 7 banques (5 espagnoles, 1 allemande et 1 grecque) devront lever des fonds propres et elles ne font pas courir de risque systémique. Les investisseurs ne sont d'ailleurs pas les seuls à retrouver confiance comme le montre la belle remontée du niveau agrégé de confiance des dirigeants d'entreprises et des consommateurs dans la zone euro. De leur côté, aux États-Unis, les Bourses retrouvent des variations négatives (-2,51% pour le Dow Jones et -3,11% pour le Nasdaq) après l'annonce d'une forte chute de l'indice de confiance des consommateurs américains (le Président de la Fed émettra le 21 un avis pessimiste sur la situation de la conjoncture de l'économie américaine, ce qui pourrait motiver de sa part des mesures de relance supplémentaires). Les mauvaises performances actuelles de l'économie américaine (croissance en recul, industrie manufacturière en difficulté, immobilier toujours malade, secteur financier encore fragile, chômage en hausse, déficit budgétaire grandissant –au point que les agences de notation menacent de dégrader les États-Unis- et la résilience de l'économie américaine, tant vantée, semble s'être émoussée) font craindre aux investisseurs le « double dip », le « double creux », ce qui se traduit par une crispation boursière. Tout cela laisse penser que la confiance dans la zone euro est en train de se restaurer : Jean-Claude Juncker, le Président de l'Eurogroupe, estime que « la situation est en voie de normalisation, (...), que les marchés sont plus rationnels et qu'ils réalisent que la démarche de l'UE, du FMI et de la Grèce est crédible ». Une preuve supplémentaire réside dans le fait que l'Europe soit la première destination des flux d'investissements directs internationaux : certes, quand on fait des comparaisons au niveau mondial, l'Europe souffre d'une croissance molle, d'un chômage élevé et d'un important vieillissement démographique, mais elle dispose à la fois d'industries de pointe et d'industries matures qui restent compétitives (automobile), elle bénéficie d'infrastructures de qualité en matière d'éducation, de santé et de communication (mais les politiques de rigueur budgétaire pourraient à terme nuire à cette qualité), et ses finances publiques ne sont pas les plus dégradées, même si J.-C. Trichet exhorte les responsables européens à « serrer la vis », adoptant par conséquent non seulement une posture peu conforme aux statuts de la BCE mais surtout une position qui entre en franche contradiction avec celle de B. Bernanke. Le banquier central américain attache sans doute plus d'importance que son homologue européen aux leçons de ce qui s'est passé au cours de la décennie 1929-1939. Et on pourrait soutenir que M. Trichet est partisan de la « rilance » (Rigueur-reLANCE) puisqu'il demande aux États de mener une politique de rigueur budgétaire pendant qu'il mène de son côté une politique monétaire accommodante (la BCE annoncera au début du mois de septembre la prolongation de ses mesures d'apport de liquidités aux banques alors que le marché monétaire fonctionne pourtant mieux).

On s'aperçoit cependant, après le gros de la crise en 2008-2009, que c'est essentiellement dans la rapidité de l'intervention des banques centrales et dans la vigueur des politiques budgétaires des États qu'il faut trouver les raisons

L'EURO

que cette crise ne tourne pas à la catastrophe comme celle de 1929, que l'actuelle « grande récession » ne se transforme pas en « grande dépression ».

Mardi 27 juillet : les Bourses traduisent par de belles hausses, en particulier sur les valeurs bancaires, les appréciations très positives que les investisseurs portent sur les récents résultats des tests de résistance (même si ceux-ci sont critiqués pour ne pas être assez sévères sur la mesure de la solvabilité et pour prendre en compte imparfaitement les risques portés par les titres de dettes publiques que détiennent les banques), et aussi sur la décision du Comité de Bâle d'assouplir un peu son projet de réforme de la réglementation bancaire (Bâle III), notamment en rendant moins contraignante la composition des fonds propres du ratio « Core Tier-one ».

• Août 2010 ->

Le mois commence avec une double bonne nouvelle pour la France : les emprunts qu'elle doit faire sur les marchés sont à des taux historiquement bas (le rendement de l'OAT à 10 ans tombera à 2,46% en fin de mois, taux le plus bas de son histoire) et l'écart de taux d'intérêt avec les obligations d'État allemandes s'est réduit de moitié en moins de deux mois. Notons que cette détente sur les taux d'intérêt concerne pratiquement tous les pays européens, ce qui prouve que la confiance des investisseurs dans la zone euro revient progressivement. D'ailleurs, l'UE connaît une certaine reprise économique, ce qui est un facteur important pour les investisseurs. *Mais deux nuances doivent être apportées et elles montrent toutes deux une grande hétérogénéité de la zone euro. La première concerne les taux des emprunts publics. Comme l'écrira Ian Campbell (Le Monde du 11 septembre), « la zone euro commence à ressembler à une autoroute à trois voies. Sur la plus rapide roulent l'Allemagne, la France et les pays du Benelux : les rendements de leurs obligations à 10 ans sont inférieurs à 3%. Sur la voie médiane circulent l'Italie et l'Espagne, rémunérant aux alentours de 4%. Enfin, sur celle pour véhicules lents, on trouve le Portugal et l'Irlande, avec des taux proches de 6%. Avec 11,5%, la Grèce est échouée sur la bande d'arrêt d'urgence et prise en charge par les dépanneurs de l'Union européenne et du Fonds monétaire international ». La seconde nuance concerne la croissance économique : l'Allemagne en est la locomotive (0,5% et 2,2% de croissance pour respectivement les 1^{er} et 2^{ème} trimestres 2010), et les autres pays sont des wagons plus ou moins à la traîne, derrière (la France enregistre des taux de 0,2% et 0,6%). Depuis longtemps, la conjoncture de l'Europe est très dépendante de la situation de l'Allemagne : actuellement, le quart de l'économie européenne dépend de l'Allemagne et la croissance économique en Europe dépend de celle de l'Allemagne pour les deux tiers ! La politique de rigueur menée ces dernières années en Allemagne porte ses fruits et produit des externalités positives au profit du reste du vieux continent. Mais les pays de la zone euro bénéficient de ces externalités de manière très inégale. En effet, d'après les prévisions actuelles pour 2010, l'Allemagne enregistrerait une croissance de 3% tandis que celle de la zone euro serait en moyenne de 1,1%, avec d'importants écarts entre les pays : +1,4% pour la France, +0,9% pour l'Italie, -0,3% pour l'Espagne, et -4% pour la Grèce... On retrouve ici le thème de la divergence intra européenne, qui devient d'ailleurs un casse-tête de plus en plus difficile pour la BCE dans la mesure où de tels écarts de taux de croissance, joints à des rythmes d'inflation différents, appellent logiquement des mesures monétaires différencierées. Notons à ce propos que la crise économique et financière de ces années 2007-2010 constitue elle-même un facteur très aggravant de divergence entre les économies de la zone euro. Ainsi, les économies irlandaise et espagnole qui étaient il y a peu montrées en exemples de dynamisme et de performances sont rangées maintenant dans les économies européennes « périphériques » et particulièrement vulnérables ; inversement, l'Allemagne, qui était plutôt en difficulté avant la crise, redevient aujourd'hui l'économie la plus prospère.*

Mais dans le même temps, de l'autre côté de l'Atlantique, la conjoncture économique marque le pas, au point que la Fed décide de réactiver ses mesures exceptionnelles pour le soutien de l'activité économique, tant elle craint le risque déflationniste ; alors que certains pensent que la hausse des prix mondiaux peut faire craindre au contraire un phénomène d'inflation importée...

Et la boucle est bouclée : comme les investisseurs sont très préoccupés par la situation américaine et par les conséquences dépressives qu'elle peut avoir sur le reste de l'économie mondiale (l'économie américaine représente encore 20% du PIB mondial), ils cherchent des valeurs refuges : ils les trouvent non seulement dans l'or dont le prix flambe et dans quelques devises qui grimpent comme le yen et le franc suisse, mais aussi et surtout ... dans les emprunts d'État, ce qui explique que ceux-ci se placent bien et que les taux restent spécialement bas. On pourrait donc dire que pour les investisseurs internationaux, vive les dettes souveraines ! Ce qui semblerait alors indiquer que le rapport de forces entre États et marchés change. En réalité, les marchés restent très sélectifs dans les placements en titres publics et les États doivent de toute façon préserver leur crédibilité en matière de gestion de leurs finances publiques : les États restent sous la surveillance des marchés (note : entre 2002 et 2010, les dettes souveraines des pays développés -EU, zone euro, RU, Japon- ont plus que doublé en passant de 20 000 à 45 000 milliards de dollars).

L'EURO

Sur les marchés boursiers, la fin du mois d'août est marquée par les inquiétudes qui s'accentuent sur la santé de l'économie américaine : -0,53% pour le CAC40 (à 3504 points), -0,90% pour le DAX30, +0,12% pour le Footsie, -0,62% pour le Dow Jones (à 10 151 points), -1,20% pour le Nasdaq, -2,05% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2768\$.

• Septembre 2010 ->

Le jeudi 2, la BCE, qui maintient le statu quo sur ses taux directeurs, annonce la prolongation de ses mesures de soutien au système bancaire : les opérations de refinancement à 1 semaine et à 1 mois vont continuer à se faire au moins jusqu'au 18 janvier, à taux fixe et pour des quantités illimitées ; et la BCE effectuera des opérations de « réglage fin » quand les banques auront à faire les remboursements de leurs emprunts à 6 et 12 mois.

Le même jour, l'Europe suit les États-Unis dans le sillage qu'ils ont tracé pour le renforcement de la régulation financière. Après d'âpres négociations depuis février 2009, un accord est enfin conclu entre les États membres, la Commission et le Parlement pour réformer la supervision des banques, des assurances et des marchés. Mais cet accord doit être encore approuvé par les euro-députés et par tous les gouvernements. La mesure la plus importante est l'abandon de la dimension nationale de la supervision au profit d'instances européennes : un Conseil du risque systémique, adossé à la BCE, et 3 agences européennes chargées respectivement du contrôle des banques, de celui des assurances et de celui des marchés, situées respectivement à Londres, Francfort et Paris, contrairement à l'avis du Parlement qui souhaitait qu'elles soient toutes les trois implantées près de la BCE. On voit d'ailleurs non seulement là le poids dont jouissent toujours les responsables nationaux puisqu'ils réussissent à préserver le rôle des organes nationaux quand il s'agit de la supervision directe des établissements transfrontaliers.

Sur les marchés financiers, alors que la dernière semaine du mois d'août avait connu un mouvement de baisse, la première semaine du mois de septembre connaît au contraire de vives hausses (+4,70% pour le CAC40, à 3672 points, +3,08% pour le DAX30, +5,28% pour le Footsie, 2,93% pour le Dow Jones, +3,72% pour le Nasdaq et +1,37% pour le Nikkei) : décidément, les investisseurs sont ultra-sensibles à la moindre information bonne ou mauvaise. Les résultats de cette semaine s'expliquent tout simplement par des statistiques un peu moins pessimistes que prévu sur les conjonctures américaine et chinoise. Et comme les informations de la deuxième semaine du mois sont très mitigées, les variations boursières sont mineures : +1,46% pour le CAC40 (à 3726 points), +1,31% pour le DAX30, +1,35% pour le Footsie, +0,14% pour le Dow Jones, +0,39% pour le Nasdaq et +1,37% pour le Nikkei. L'euro progresse en cotant 1,2679\$ contre 1,1774 à la fin de la semaine précédente. De plus en plus, les marchés estiment peu probable le « double dip », et par conséquent le scénario en W : la troisième semaine se termine sur des résultats qui traduisent ce regain de confiance : -0,10% pour le CAC40 (à 3722 points), -0,08% pour le DAX30, +0,12% pour le Footsie, +1,39% pour le Dow Jones, +3,26% pour le Nasdaq et +4,19% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3049\$.

Le 20 septembre, plusieurs agences de notation donnent le triple A au Fonds européen de stabilité financière, créé en juin : cela donne au FESF la possibilité d'emprunter sur les marchés aux meilleures conditions. C'est une très bonne nouvelle, à un moment où on se demande si le FESF ne va pas devoir intervenir dans la crise bancaire en Irlande qui s'aggrave.

Lors de leur réunion du mardi 21, les responsables de la Fed sont toujours préoccupés par le risque de déflation. Il faut bien reconnaître que l'économie mondiale est de plus en plus duale avec d'un côté des économies matures en panne et des économies émergentes en ébullition, et par conséquent balancée entre le risque de déflation et celui d'inflation ; ce qui plonge évidemment les investisseurs en pleine perplexité.

Cette perplexité se traduit d'ailleurs sur les marchés financiers lors de la troisième semaine : +1,62% pour le CAX40 (à 3782 points), +1,43% pour le DAX30, +1,63% pour le Footsie, +2,38% pour le Dow Jones, +2,83% pour le Nasdaq et -0,47% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3489\$: il continue donc de grimper parce que la Fed pourrait décider des mesures de relance en actionnant la planche à billets, et il se trouve que la baisse du dollar est surcroît favorable à cette relance...

À propos de l'application du pacte de stabilité et de croissance renouvelé, la France entre lors d'une réunion le 27 en opposition avec à la fois avec ses partenaires, la Commission et la BCE qui voudraient que les sanctions bénéficient de procédures quasi automatiques pour durcir la discipline

L'EURO

budgétaire. La France est certes favorable à une « gouvernance économique solide et crédible », mais pas à une automaticité des sanctions, ce qui donnerait un pouvoir exorbitant aux experts.

En fin de mois, après les agences de notation Standard & Poor's et Fitch qui avaient abaissé la note de la dette souveraine espagnole d'un point respectivement en janvier et en mai, c'est aujourd'hui le tour de Moody's de donner la note Aa1.

Le 29, la Commission européenne présente des propositions législatives –que le Conseil et le Parlement devront avaliser– pour « renforcer et étendre les instruments existants en matière de coordination des politiques économiques et budgétaires dans l'UE » (voir la page Internet d'adresse http://ec.europa.eu/news/economy/100929_1_fr.htm), autrement dit pour donner plus d'efficacité au PSC, compte tenu des leçons tirées de la crise. Ces propositions concernent la surveillance du niveau des dettes publiques, le renforcement des cadres budgétaires nationaux, la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques, et une application plus stricte du PSC avec un ensemble de sanctions progressives en cas de non-respect.

• Octobre 2010 ->

Le début du mois commence mal sur les places financières : -2,39% pour le CAC40 (à 3692 points), -1,38% pour le DAX30, -0,10% pour le Footsie, -0,28% pour le Dow Jones, -0,44% pour le Nasdaq et -0,71% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3791\$ malgré le déclassement de l'Espagne et la crise irlandaise.

Au milieu de la première semaine a lieu à Bruxelles une rencontre Europe-Asie : le principal sujet de discussion est la guerre des monnaies et la réforme du système de change, en prévision du prochain G 20 (l'expression « guerre monétaire internationale » a été employée par le ministre des finances brésilien le 26 septembre). Soulignons que l'euro dépasse la barre des 1,40\$; ce qui renverse la balance des coûts-avantages que l'on avait avant l'été quand l'euro était orienté à la baisse : cette grande volatilité de la monnaie européenne est préjudiciable aux entreprises. L'idée d'un « Bretton Woods 2 » qu'avait lancée le Président Sarkozy à Davos en janvier refait un peu surface mais se heurte malgré tout à l'opposition des Américains et des Chinois, et à la grande réserve des Allemands. Certains parlent aussi de la nécessité d'un accord « du Plaza II » en se référant aux accords signés en 1985 au niveau du G5 pour intervenir sur le marché des changes dans le but de déprécier le dollar en particulier par rapport au yen, qui, de fait, a progressé de 18% en trois mois. Et D. Strauss-Kahn déclare au journal Le Monde (8 octobre) que « la sous-évaluation du yuan est à l'origine de tensions dans l'économie mondiale qui sont en train de devenir des menaces. Si l'on veut éviter de créer les conditions d'une nouvelle crise, il faut que la Chine accélère le processus de réévaluation ». Il n'empêche que le premier ministre chinois fait nettement comprendre à ses interlocuteurs européens qu'il n'est pas question de laisser le yuan s'apprécier, en prétextant que le monde entier pourrait alors souffrir des manifestations sociales qu'il y aurait fatallement en Chine à cause de faillites d'entreprises. Mais il assure aussi que la Chine est disposée à faire un effort pour soutenir la zone euro. Cela n'est pas très étonnant : certes, cette aide est précieuse pour les pays en proie à des difficultés de financement, mais elle sert surtout les intérêts mêmes de la Chine, qui cherche des débouchés à la fois pour ses réserves de change qui sont passées de 150 milliards de dollars à plus de 2500 en 10 ans, et pour les biens qu'elle exporte.

Les discussions entre les responsables économiques mondiaux lors des assemblées annuelles du FMI et de la Banque mondiale, à Washington du 8 au 10 octobre, ruinent les espoirs d'un accord à la façon de celui du Plaza : elles se concluent seulement sur l'invitation faite au FMI d'approfondir son travail dans le domaine des changes... en attendant la réunion du G20 les 11 et 12 novembre.

Sur les places boursières, la fin de la première semaine, les investisseurs sont sensibles à « l'effet Chine », d'où des hausses partout : +1,93% pour le CAC40 (à 3763 points), +1,29% pour le DAX30, +1,16% pour le Footsie, +1,63% pour le Dow Jones, +1,31% pour le Nasdaq et +1,96% pour le Nikkei.

Le 12 octobre, deux nouvelles importantes :

- Lors d'une conférence qu'il a faite à New York, le gouverneur de la Banque centrale allemande, Axel Weber, demande l'arrêt du programme d'intervention sur les obligations publiques lancé en mai par la BCE en argumentant qu'il faut une nette séparation entre la politique monétaire et la politique budgétaire : il est un « faucon » du Conseil des

L'EURO

gouverneurs. Cette déclaration complique la tâche de J.-C. Trichet et peut renforcer encore davantage la monnaie européenne sur le marché des changes, surtout quand on sait que M. Weber est un possible successeur de M. Trichet. En tous les cas, elle apporte une preuve de graves divergences au sein du Conseil des gouverneurs, ce qui est relativement nouveau.

- La Fed annonce la possibilité de procéder à nouveau à une importante injection de liquidités pour aider le Trésor américain, ce qui sera un second « quantitative easing » –QE2-, autrement dit un deuxième recours à la planche à billets. Par là, on a confirmation qu'entre le risque de déflation et celui de l'inflation, le spécialiste de la crise des années 30 et de la déflation japonaise qu'est Ben Bernanke a choisi. D'un côté, la conséquence la plus directe de cette annonce est comme celle d'une dévaluation compétitive, c'est-à-dire la chute du billet vert (l'euro cote 1,4159\$ le vendredi), ce qui fait certes l'affaire des exportateurs américains mais pas celui des exportateurs européens, ni donc celui de la reprise dans la zone euro. Comme le dollar ne baisse pas seulement par rapport à l'euro mais aussi par rapport aux autres devises, cela amène les pays émergents d'Asie et d'Amérique du Sud) faire leur maximum pour que leurs devises ne s'apprécient pas trop, même si une telle appréciation serait en réalité favorable au rééquilibrage de l'équilibre mondial. Beaucoup craignent alors une guerre des monnaies : l'euro est très volatile par rapport au dollar et, depuis 2007, le yen a progressé de 40% tandis que la livre a perdu plus de 20%... Pour éviter une telle guerre des monnaies, le ministre du Trésor américain T. Geithner souhaite que soient définies des « normes sur la politique de change ». D'un autre coté, parce que l'annonce de la Fed persuade les investisseurs que le risque de déflation s'amenuise, les places boursières sont en hausse lors de la deuxième semaine : +1,71% pour la CAC40 (à 3827 points), +3,19% pour le DAX30, +0,81% pour le Footsie, +0,51% pour le Dow Jones, +2,78% pour le Nasdaq et -0,99% pour le Nikkei. Cette réaction est, comme toujours sur les marchés, une réaction de très court terme. Car une telle monétisation de la dette publique fera l'objet de critiques par la suite : des investisseurs iront même jusqu'à rapprocher la pratique de la Fed d'une chaîne de Ponzi comme celle qu'avait montée B. Madoff ; et les créanciers des États-Unis, la Chine en tête, dénonceront une création monétaire qui peut vite devenir incontrôlée.

Le lundi 18 octobre, pendant que le Président du Conseil européen H. Van Rompuy tente d'obtenir de l'Ecofin un renforcement du Pacte de stabilité et de croissance (PSC), N. Sarkozy et A. Merkel, en marge du sommet qu'ils tiennent à Deauville avec le Président de la Russie, expriment leur accord pour qu'il y ait une réforme de ce PSC et donc une révision du Traité (mais des pays comme le Royaume-Uni seront-ils d'accord ?), en prévoyant d'une part, à la lumière de la crise actuelle, « un mécanisme permanent et robuste pour assurer un traitement ordonné des crises », ce qui conduit logiquement à la suppression de la clause de non renflouement lorsque un État membre est en difficulté, et d'autre part, sous la pression allemande, la suspension des droits de vote pour l'État qui violerait gravement les principes de l'UEM. Ils trouvent également un compromis à propos des sanctions quand un pays ne respecte pas ses engagements budgétaires : pour préserver la stabilité financière de la zone euro, les sanctions seront certes « renforcées et accélérées » mais pas automatiques (décision arrachée à l'Allemagne par la France mais qui en mécontente plus d'un, en particulier la Commission et la BCE).

Le lendemain, le mardi 19, les 27 de l'UE affinent leur régulation financière non seulement en précisant les pouvoirs donnés en septembre au superviseur financier européen, l'AEMF ou ESMA (Autorité européenne des marchés financiers) qui doit remplacer début 2011 le CESR (Committee of European Securities Regulators), mais aussi en décidant une régulation des hedge funds, après d'âpres négociations dans lesquelles sont intervenues tout à la fois la concurrence des places financières de Paris et de Londres, l'influence libérale des États-Unis et les pressions des lobbies financiers. Seulement, le Parlement européen votera le 11 novembre la directive « AIFM » qui vise précisément la régulation des hedge funds mais avec en définitive des contraintes assez faibles : les opposants à un véritable encadrement des fonds spéculatifs l'ont donc emporté. Notons aussi, en ce qui concerne la concurrence que se font en Europe les différentes Bourses, que la directive de libéralisation des marchés des instruments financiers (directive « MIF »), mise en place début novembre 2007, est un échec de l'avis général des experts en ce sens que la concurrence s'est transformée en jungle avec le développement de plates-formes alternatives.

L'EURO

Le même jour, et à l'occasion de sa réflexion sur la réforme du budget communautaire pour 2013, la Commission évoque à nouveau mais de manière plus pressante la mise en place d'un impôt européen. La principale source de discorde entre les partenaires est la nature de cet impôt (TVA ? Taxe sur le transport aérien ? Taxe sur les transactions financières ? Taxe sur l'énergie ?).

Le mercredi 20, la Banque centrale chinoise relève ses taux directeurs pour lutter contre l'inflation. Cette décision aura-t-elle des conséquences sur le taux de change du yuan ?

Faisons ici deux remarques :

- 1) *Cette décision chinoise illustre la situation dans laquelle s'installe l'économie mondiale depuis quelque temps : celle-ci devient duale avec d'un côté les économies « avancées » qui sont en difficulté depuis l'éclatement de deux bulles successives importantes (Internet et subprimes), qui craignent la déflation et accumulent les déficits, et de l'autre des économies émergentes qui sont florissantes mais qui sont confrontées à leur tour à des risques de bulles spéculatives, ont à lutter contre l'inflation et deviennent la destination privilégiée des IDE, ce qui fait inévitablement penser à la crise asiatique de 1997. Cette asymétrie de l'économie mondiale est lourde de menaces pour son équilibre. Cette asymétrie se prolonge dans le domaine des changes : comme le notera le FMI dans une note du 28 de ce mois, l'économie mondiale souffre d'une sous-évaluation généralisée des monnaies des pays émergents tandis que le dollar apparaît comme plutôt surévalué par rapport à ses fondamentaux. Et, entre les deux, l'euro, la livre et le yen ont des cours relativement conformes à leurs fondamentaux de moyen terme.*
- 2) *Le FMI fait paraître aussi en ce mois d'octobre ses « Perspectives de l'économie mondiale » (www.imf.org/external/french/pubs/ft/weo/2010/02/pdf/textf.pdf), dont le chapitre 3 porte sur l'analyse et la simulation économétrique des effets macroéconomiques du rééquilibrage budgétaire. On y note les principales conclusions suivantes :*
 - « Le rééquilibrage budgétaire a généralement un effet de freinage sur la production. Un rééquilibrage budgétaire égal à 1% du PIB entraîne normalement une baisse du PIB d'environ 0,5% après deux ans et une hausse du taux de chômage d'environ 0,3 point. La demande intérieure –la consommation et l'investissement- recule d'environ 1% ».
 - « Chaque fois que le rééquilibrage budgétaire augmente de 1% du PIB, la baisse des taux d'intérêt est normalement d'environ 20 points de base après deux ans. Les simulations indiquent aussi, que, si les taux d'intérêt sont proches de zéro, les effets du rééquilibrage sont plus pénalisants pour la production ».
 - « Chaque fois que le rééquilibrage budgétaire augmente de 1% du PIB, la valeur de la monnaie diminue généralement d'environ 1,1% et la contribution des exportations nettes au PIB s'élève d'environ 0,5 point. »
 - « Lorsqu'il porte surtout sur des baisses de dépenses, le rééquilibrage budgétaire a tendance à avoir de moindres effets de freinage qu'un ajustement par les impôts ».
 - « En règle générale, l'austérité budgétaire a un effet de freinage moins prononcé dans les pays où le risque de défiance souveraine est perçu comme plus élevé ».
 - « Les simulations indiquent qu'à long terme, le désendettement s'avère probablement bénéfique ».

Sur les marchés d'actions, la troisième semaine s'inscrit dans la continuité de la deuxième : +1,08% pour le CAC40 (à 3869 points), +1,75% pour le DAX30, +0,67% pour le Footsie, +0,63% pour le Dow Jones, +0,43% pour le Nasdaq et -0,77% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3953\$.

Le mardi 26 octobre, est trouvé, entre à la fois des représentants du Parlement européen, des gouvernements de l'UE à 27 et de la Commission, un accord sur la régulation des fonds spéculatifs : il est prévu de créer pour eux un « passeport européen » obligeant leurs gestionnaires à respecter un code de bonne conduite en matière de transparence, de capitalisation minimale et de gestion du risque.

Lors du Sommet européen du jeudi 28 octobre à Bruxelles, le débat porte notamment sur l'idée lancée 10 jours auparavant à Deauville par A. Merkel et N. Sarkozy de réformer le Traité de Lisbonne pour institutionnaliser à la fois le dispositif de sauvetage financier qui, pour l'instant est provisoire et ne doit durer que trois ans, et la suspension du droit de vote pour tout État membre qui ne respecterait pas de manière « grave » les règles du PSC. Beaucoup de partenaires se sont montrés plus que réticents sur la proposition, à la fois sur le fond et sur la forme. Finalement, un accord est trouvé sur la pérennisation du dispositif de sauvetage en confiant au Président du Conseil européen le soin de proposer d'ici à décembre les modalités techniques d'une réforme du traité ; mais en tout état de cause, il s'agira d'une révision minimale. Par ailleurs, sous la pression des Britanniques, et avec l'aval des Allemands et des Français, il y aura une augmentation limitée du budget européen en 2011. Cela mécontentera vraisemblablement de nombreux eurodéputés.

L'EURO

Sur les marché financiers, la dernière semaine du mois se traduit par des frémissements, encore à la baisse: -0,91% pour le CAC40 (à 3834 points), -0,07% pour le DAX30, -1,15% pour le Footsie, -0,13% pour le Dow Jones, +1,13% pour le Nasdaq et -2,38% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3947\$.

• Novembre 2010 ->

Pour éviter la déflation et comme elle n'a plus de marge de manœuvre sur les taux d'intérêt directeurs (et comme il n'y a plus de marge de manœuvre budgétaire non plus), la Fed, conformément à des annonces qu'elle fait depuis quelque temps, lance le 3 novembre l' « QE2 » en programmant d'ici à juin 2011 des tranches mensuelles d'achat d'emprunts d'État pour un montant global de 600 milliards de dollars (rappelons que l'QE1 mis en œuvre fin 2008 a porté sur 1750 milliards). Cette décision de création monétaire entraîne aussitôt une baisse du dollar (de ce point de vue, elle s'apparente à une dévaluation compétitive), et suscite dans les jours qui suivent de nombreux commentaires négatifs (les conséquences défavorables pour l'euro qui monte au-delà de 1,42\$ le jeudi) ou pour le moins sceptiques (d'abord, ce nouveau plan ne suffira sans doute pas à relancer l'économie, ensuite, il peut générer de l'inflation si l'on en croît les expériences passées comme celles des États-Unis en 1933 ou, comme beaucoup plus récemment celles de la Suisse et du Royaume-Uni, et enfin il peut perturber le système financier international dans la mesure où les nouveaux dollars risquent de quitter les États-Unis pour aller se faire rémunérer dans les économies émergentes, qui, de leur côté, ont des raisons de craindre les effets d'afflux de capitaux trop massifs : comme le dit P.-A. Delhommais –Le Monde du 7 et 8 novembre- « “QE2 contre QT1”, c'est le titre du film de la guerre monétaire qui se profile » (QT = « Quantitative Tightening », resserrement monétaire)). Par contre, les marchés boursiers la reçoivent très positivement : au cours de cette première semaine de novembre, on constate +2,17% pour le CAC40 (à 3917 points), +2,32% pour le DAX30, +3,53% pour le Footsie, +2,93% pour le Dow Jones, +2,85% pour le Nasdaq et +2,78% pour le Nikkei. Une fois n'est pas coutume : les marchés ne se trompent peut-être pas. Car le danger d'inflation semble beaucoup moins important que celui de déflation : l'inflation sous-jacente n'est actuellement aux États-Unis que de 1% environ. *Il faut donc admettre que la création monétaire ne débouche pas nécessairement sur de l'inflation au sens traditionnel du terme. D'ailleurs, les statistiques des deux dernières décennies (1990-2010) montrent qu'il n'y a pas de corrélation vraiment significative entre progression de la masse monétaire et taux d'inflation. Seulement, si elle ne donne pas lieu au dérapage des prix des biens de consommation et de production, cette masse de liquidités créées se transforme en bulles sur les actifs financiers et/ou immobiliers ou encore sur les matières premières. Cela profite donc en priorité aux rentiers : voilà l'impact social qu'a la politique monétaire des banques centrales.*

La deuxième semaine remet au-devant de la scène la crise en Irlande. En effet, la crise de ce pays, qui était considéré il y a quelques années comme un exemple à suivre pour développer une croissance soutenue, connaît une accélération de sa crise immobilière et bancaire, commencée fin 2008-début 2009, vis-à-vis de laquelle les autorités avaient très rapidement réagi par des mesures de sauvetage des banques, d'où un gonflement inévitable du déficit public alors que les finances publiques étaient au départ en bonne santé. En ce mois de novembre 2010, le déficit public atteint 32% du PIB, ce qui oblige les autorités à durcir nettement leur politique économique. Ce qui risque de nourrir un cercle vicieux si ce durcissement inquiète les marchés au point que ceux-ci élèvent significativement leurs taux. C'est d'ailleurs bien ce qui se passe les jours suivants : le taux à 10 ans imposé à l'Irlande explose à plus de 8% et la panique des marchés s'étend de proche en proche aux autres PIGS, en particulier au Portugal. Ce qui cause à nouveau une mise en cause de la zone euro : la monnaie unique passe en dessous de 1,38\$.

Les 11 et 12 se tient à Séoul le sommet du G20 : même si quelques avancées ont lieu (réforme des quotas, du système de prêts et de la répartition des droits de vote au FMI, ce qui donne davantage de place au sein de l'organisation aux pays émergents, alourdissement des règles prudentielles des banques), le bilan global est très mitigé, surtout parce que le sommet a été comme stérilisé par le face à face américano-chinois. Pendant ce sommet, les Européens en profitent pour tenter de porter remède à la crise irlandaise qui ne cesse de s'aggraver parce que les marchés sont de plus en plus fiévreux. De plus, un conflit se déclenche le 11 entre les États membres de l'UE et le Parlement européen sur le budget communautaire pour l'année 2011 (rappelons que le Traité de Lisbonne fait du Parlement européen un co-décideur en matière budgétaire). Ce sont le Royaume-Uni et les Pays-Bas, suivis par

L'EURO

la Suède et le Danemark, qui mènent la rébellion contre les euro-députés... Ajoutons à cela le risque de spéculation sur l'euro pour comprendre que la zone euro entre dans une zone de grand danger.

Tout ce contexte empli de dangers se traduit en fin de cette 2^{ème} semaine à la fois par des baisses sur les places boursières (-2,19% pour le CAC40 à 3831 points, -0,29% pour le DAX30, -1,34% pour le Footsie, -2,20% pour le Dow Jones, -2,36% pour le Nasdaq et + 1,03% pour le Nikkei) et par un recul supplémentaire de l'euro (1,3693\$).

Lors de la troisième semaine, la crise irlandaise ne fait que s'aggraver, ce qui augmente le risque de contagion aux maillons faibles de la zone euro, le Portugal et l'Espagne ; sans compter que la Grèce a beaucoup de difficultés à satisfaire aux conditions posées par ceux qui l'ont aidée dans la résolution de sa crise. Si bien que le Président de l'UE n'hésite pas à déclarer que la survie de la zone euro et par là même celle de l'UE tout entière sont menacées. C'est d'ailleurs bien le risque de contagion qui est le principal souci de tous les responsables, qu'il s'agisse des membres de l'Eurogroupe qui a sa réunion mensuelle le mardi 16 (et qui, comme le FMI, se déclare prêt à intervenir avec le Fonds de stabilité financière), de ceux de la Commission européenne et même du Secrétaire d'État au Trésor américain, qui, ce même jour, fait pression sur les pays européens pour qu'ils se portent rapidement au secours à l'Irlande ; ce en quoi il rejoint l'impatience exprimée par la BCE. D'ailleurs, il est décidé d'envoyer à Dublin dès le jeudi 18 une commission de diagnostic composée de représentants de la Commission européenne, de la BCE et du FMI. Mais l'Irlande essaie encore de résister à toutes ces propositions d'intervention, tant elle tient à son indépendance nationale et veut préserver sa fiscalité spécifique. À ce propos, l'économiste américain Peter Kennen fait dans le journal Le Monde du 18 novembre une double réflexion intéressante. Il estime d'un côté que le risque de contagion à d'autres pays européens n'est pas très important tant que ce ne sont pas de grands pays qui sont touchés (nous pouvons ajouter que le Portugal et l'Espagne sont moins vulnérables qu'avant, suite aux actions de consolidation déjà entreprises) ; et d'autre part que la grosse difficulté de résoudre la crise que traverse actuellement l'Europe vient du refus ou, pour le moins, de la réticence que montrent les États membres à abandonner quoi que ce soit de leur souveraineté nationale ; d'où l'intervention du FMI qui peut légitimer politiquement l'aide apportée.

Au cours de cette troisième semaine, les places boursières sont sujettes comme très souvent à des variations erratiques en fonction des diverses informations que drainent les marchés ; et à la fin de la semaine, on enregistre des évolutions contrastées : +0,76% pour le CAC40 (à 3860 points), +1,62% pour le DAX30, -1,10% pour le Footsie, +0,10% pour le Dow Jones, 0,00% pour le Nasdaq et +3,06% pour le Nikkei. De son côté, l'euro est passé, par rapport au dollar, de 1,3447 en début de semaine, à 1,3673 en fin de semaine.

Le dimanche 21, l'Irlande admet enfin qu'elle a besoin d'une aide financière extérieure. Les Européens lui répondent en ne se précipitant pas pour autant : il faut attendre les conclusions de la commission envoyée sur place pour évaluer les besoins et donc pour chiffrer le montant de l'aide, et décider des contreparties à obtenir. Et de son côté, l'Irlande tente de sauver son système fiscal sur les entreprises qui a assuré son développement (le taux de l'impôt sur les sociétés est de 12,5% contre une moyenne de 25,7 dans la zone euro et le taux maximum de 34,4% en France). Mais elle comprend qu'elle ne peut éviter un sévère redressement économique : elle annonce le mercredi 24 un plan de rigueur sur 4 ans, censé renforcer les 3 séries de mesures d'austérité prises depuis 2 ans. Ce plan est critiqué à la fois pour son insuffisance (le taux à 10 ans qu'ils exigent passe malgré tout la barre des 9%) et par la population irlandaise pour sa dureté.

Parce que la crise irlandaise met en cause la fiabilité des stress tests effectués en juillet dernier, le directeur pour le marché intérieur de la Commission européenne annonce le jeudi 25 une réforme de leur procédure, en particulier pour intégrer une simulation de situations macroéconomiques difficiles. Ce même 25 novembre, V. Poutine propose à l'Europe la constitution d'un espace de libre-échange et demande que préalablement la Russie entre à l'OMC.

En cette dernière semaine de ce mois de novembre, les cours sur les marchés des valeurs mobilières et des changes expriment les fortes inquiétudes des investisseurs et des analystes :

-3,41% pour le CAC40 – 3729 points - +0,08% pour le DAX30, -1,12% pour le Footsie, -1% pour le Dow Jones, +0,8% pour le Nasdaq, +0,26% pour le Nikkei, mais -7,05% pour l'IBEX à Madrid et l'euro passe de 1,3627\$ en début de semaine à 1,3227 à la fin (sur les places boursières européennes,

L'EURO

les valeurs bancaires sont nettement à la baisse à cause de l'importance des créances que les banques, en particulier françaises et allemandes, ont sur les États en difficulté).

Les uns et les autres commencent à se poser de graves questions qu'ils n'osaient pas entrevoir sérieusement auparavant : les plans de relance vont-ils suffire (le cas de l'Irlande montre que ces plans entraînent de surcroît deux risques, non seulement un risque économique puisqu'ils peuvent déboucher sur un fort ralentissement de la croissance, mais aussi un risque politique parce qu'ils peuvent déstabiliser l'équipe gouvernementale en place) ? À qui va être le tour d'une crise de confiance après la Grèce et l'Irlande ? Le Portugal, qui connaît un double problème de compétitivité et de finances publiques ? L'Espagne, qui connaît un double problème de compétitivité de son économie et de solidité de son système bancaire ? Et si l'Espagne, quatrième économie de la zone, est touchée par ce mouvement de défiance, pourquoi n'en serait-t-il pas de même pour la suite pour l'Italie et la France ? Comment l'Allemagne pourrait-elle tout supporter ? Il semble donc nécessaire de concevoir une solution d'ensemble et durable, notamment en consolidant substantiellement le FESF, quantitativement en augmentant ses capacités d'aide, et qualitativement en diversifiant ses dispositifs. Les États en difficulté ne seront-ils pas contraints en définitive d'accepter la restructuration de leur dette souveraine (sur cette opération, voir le texte du FMI à l'adresse Internet : <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/fre/sdrmf.htm>)?

Autrement dit, ne va-t-il pas falloir, comme le veut Mme Merkel, demander aux banques européennes de renoncer à une partie des créances souveraines qu'elles ont ? On retrouve ici le problème posé par le risque d'aléa moral : les banques qui ont fait des placements dans des titres des Trésors publics en difficulté, en exigeant d'eux des taux élevés au titre des risques encourus, et par conséquent en recevant d'eux de fortes rémunérations, seraient obligées de supporter effectivement ces risques quand ils deviennent effectifs, alors que dans l'état actuel des choses ce sont en définitive les contribuables qui payent ; il n'est en effet pas normal que ces banques soient gagnantes sur tous les tableaux. Mais d'un autre côté, si la restructuration n'est pas opérée de manière fine, elle peut complètement déstabiliser le système bancaire, ce qui obligerait l'État à se porter à nouveau à son secours, d'où une aggravation supplémentaire du déficit public et l'entrée dans un cercle vicieux infernal.

Remarque : on distingue trois niveaux de restructuration : la restructuration la plus « douce » correspond à un rééchelonnement de la dette avec baisse des taux d'intérêt, le « reprofilage » et le « rollover » constituent le niveau intermédiaire, puisque c'est dans les deux cas un rééchelonnement de la dette au même taux, mais avec report dans le temps des échéances des titres existants pour le premier et avec échange des titres arrivant à échéance contre de nouveaux titres pour le second, et la restructuration « dure », qui impose aux prêteurs une décote de leurs créances : c'est donc carrément le « défaut ». Les plans Baker et Brady appliqués pendant les années 1980 aux dettes des pays en développement sont la première grande illustration d'une restructuration « dure » de dettes souveraines.

Notons qu'en ce qui concerne les pays européens en difficulté, leurs propres banques détiennent grossièrement un tiers de la dette publique, les deux autres tiers étant détenus par les banques des autres pays européens, d'où non seulement le risque de voir anéanti le système bancaire du pays dont la dette est restructurée mais aussi celui de voir les autres systèmes bancaires affaiblis par l'effet domino.

Quelle solution envisager si, plus gravement, des États deviennent carrément insolubles ? Au tournant des années 1990-2000, Anne Krueger, de la Banque mondiale, avait proposé la constitution d'une sorte de tribunal international pour transposer au niveau des États le code des faillites qui existe pour les entreprises dans plusieurs pays, en particulier aux États-Unis.

Remarque : la situation de la Grèce rappelle celle qu'a connue l'Allemagne au lendemain de chacune des deux guerres mondiales. En effet, à l'issue de la première, ne supportant pas le coût des réparations imposées par les vainqueurs - comme l'avait en quelque sorte prédit en 1919 Keynes dans « Les conséquences économiques de la paix » -, l'Allemagne fit défaut en 1923. Suivirent alors deux rééchelonnements, l'un en 1923 avec le plan Dawes et l'autre en 1930 avec le plan Young. On peut dire que ces difficultés financières auxquelles a été acculée l'Allemagne ont été un facteur important de la montée en puissance du nazisme dès 1933 ; Hitler refusa d'ailleurs tout remboursement de la dette. À l'issue de la seconde guerre mondiale, ce type de difficultés s'est reproduit, et, tirant les leçons de l'épisode précédent, les États-Unis ont imposé au travers des accords de Londres de 1953 la réduction de moitié de la dette allemande, en offrant en contrepartie à leurs alliés le « Plan Marshall ».

Remarque : à la question, un État peut-il faire faillite ? il faut répondre oui et non. Oui, si on pense à plusieurs épisodes qui ont jalonné l'histoire comme ceux de 1820-1830, de 1870-1980, de 1930-1950, de 1980-1990, sans parler de la période actuelle. Mais non aussi parce que la faillite d'un État ne peut pas donner lieu, comme celle d'une entreprise, à la liquidation ou à la saisie des actifs des administrations publiques ; un État ne peut pas juridiquement faire faillite mais il peut être en cessation de paiement et plusieurs solutions s'offrent alors à lui. Premièrement, comme il est immortel, il peut ne jamais rembourser totalement ses dettes en substituant des emprunts nouveaux à ceux qui arrivent à échéance. Deuxièmement, il peut tout simplement décider unilatéralement d'« effacer l'ardoise » (c'est ce que fit le roi d'Angleterre Édouard III, confronté à l'importante dette contractée auprès des financiers vénitiens pour financer la guerre de Cent ans

L'EURO

qu'il déclara). Troisièmement, version plus soft de répudiation de la dette, il peut négocier avec les créanciers une « restructuration de la dette » qui consiste à effacer une partie de la dette et/ou à transformer les emprunts existants en emprunts à durée plus longue. Quatrièmement, il peut augmenter les prélèvements obligatoires. Cinquièmement, si ses statuts le lui permettent ou si les circonstances l'y obligent, la Banque centrale peut créer de la monnaie pour financer directement l'État et/ou pour que les taux d'intérêt soient plus bas que le taux de croissance de l'économie, et/ou pour générer de l'inflation de manière à réduire mécaniquement le poids de la dette publique. Toutes ces solutions ne doivent cependant pas conduire un État à dépenser sans compter et à accumuler de la dette sans limite. Car nous sommes dans une économie mondiale libéralisée, avec des mouvements de capitaux très mobiles, où les économies nationales sont très interdépendantes, où les banques centrales sont en principe indépendantes et où l'orthodoxie financière l'emporte en général. Par conséquent, les finances publiques sont très dépendantes des financements de marchés ; la situation des États dépend donc des réactions des marchés financiers. Si bien qu'il y a toujours un seuil d'endettement non seulement économique mais aussi politique et social à ne pas dépasser. Cette notion de seuil renvoie techniquement à celles d'endettement optimal et de soutenabilité de la dette.

Mais l'Allemagne défend une autre solution qui pourrait entrer en application mi-2013, celle des « clauses d'action collective » : de telles clauses introduites dans les contrats qui sous-tendent l'émission des titres publics permettent en effet, quand le pays concerné le demande, à une majorité qualifiée de créanciers, d'imposer à l'ensemble des créanciers une renégociation ou une restructuration de la dette publique). Plus fondamentalement encore, ne va-t-on pas vers l'éclatement en deux de la zone euro (avec la constitution d'une zone « Nord » euro-mark, et une zone « Sud »), sinon vers sa totale implosion ? La remise en cause de l'euro serait bien entendu une crise bien plus grave que les secousses qu'a connues le SME au début des années 1990. La crise actuelle oppose deux clans parmi les « européalistes » : celui des pessimistes qui estiment que la zone euro risque de continuer à s'enfoncer dans l'ornière actuelle tant que des États membres, en particulier l'Allemagne, refusent la formation d'un gouvernement économique et un fédéralisme budgétaire minimal ; et celui des optimistes qui, convaincus que l'Europe s'est constamment construite à coups de petits pas faits à chaque fois qu'elle était mise au pied du mur, pensent qu'il s'agit d'une crise salvatrice supplémentaire. Et les pessimistes rejoignent d'une certaine façon les eurosceptiques en se posant la question de la sortie des États en difficulté de la zone euro pour savoir si cela constituerait une solution, et celle de l'explosion de la zone euro tout entière pour savoir si c'est une conséquence possible voire probable de la crise actuelle.

Pour un Etat en difficulté, la sortie de la zone euro présenterait certes l'avantage de remettre entre les mains de ses responsables économiques l'arme de la politique de change, mais l'utilisation de cette arme consisterait en une forte dévaluation pour donner un coup de fouet à l'économie, dans la perspective d'alléger le fardeau des déficits. Or, d'une part, l'efficacité de la dévaluation est très sujette à caution pour plusieurs raisons (question des élasticités critiques, effet pervers de la courbe en J, comportement de marge des entreprises, risques inflationnistes, etc...) mais aussi, d'autre part, cette efficacité est très liée à la qualité de la politique économique qui l'accompagne (qui doit être une politique de compression de la demande intérieure, donc une politique d'austérité), et enfin, toute politique de dévaluation entame la crédibilité qu'ont les investisseurs dans l'économie qui dévalue sa monnaie, ce qui nécessite un renforcement d'autant plus important des mesures d'ajustement, forcément très coûteuses pour cette économie et sa population. Alors, quel gain au total ? En plus de cette question d'ordre économique, la sortie d'un pays de la zone euro soulève une question juridique puisque le traité européen prévoit la sortie de l'UE mais pas de la zone euro, qu'il est possible pour un État de décider de sortir de l'UE mais qu'il n'est pas possible d'en être expulsé par les autres, et de nombreuses questions techniques et pratiques (comment « frapper » la nouvelle monnaie nationale, combien de temps pour le faire, etc).

Quant à l'explosion de la zone euro, elle aurait, d'après diverses simulations macroéconomiques, des conséquences qui seraient non seulement encore plus négatives mais qui aussi concerneraient tous les États membres, principalement en termes d'évolution du PIB et du taux de chômage. Même et peut-être surtout pour l'Allemagne, l'économie la plus puissante de l'UE, un éclatement de la zone euro – par la « sortie » des pays en difficulté ou par la sortie des économies les mieux portantes - présenterait de grands dangers. En effet, le système bancaire outre-Rhin a énormément d'euros dans son bilan consolidé, et un retour au DM ou une zone euro complètement reconfigurée lamineraient la situation financière des banques allemandes. Il en serait d'ailleurs de même si l'Allemagne décidait de ne pas prêter son concours aux pays en difficulté.

En tous les cas, face à cette situation pleine d'incertitudes et de dangers, des auteurs ne se privent pas de montrer du doigt des responsables. C'est ainsi que N. Baverez considère (Le Monde du 30 novembre) que la Fed et la BCE sont très fautives en menant des politiques monétaires opposées non seulement l'une par rapport à l'autre mais surtout par rapport à la situation à laquelle chacune doit répondre. La Fed mène une politique monétaire expansive comme si l'économie américaine pouvait craindre la déflation alors qu'il n'en est rien et, sous ce prétexte, elle crée les conditions d'un développement de l'inflation et de nouvelles bulles. La BCE mène au contraire une politique monétaire restrictive comme si la zone euro était actuellement soumise au risque d'inflation, et, sous ce prétexte, elle aggrave en réalité les risques de

L'EURO

déflation. Si des tensions inflationnistes devaient effectivement se développer, essentiellement sous forme d'inflation importée parce qu'il y a un excès de liquidités internationales, une bulle sur les matières premières (spécialement forte hausse du prix du pétrole) et une hausse des prix dans les pays émergents, on serait potentiellement confronté à un nouvel épisode de stagflation (la cause interne de l'inflation qui serait la fourniture excessive de liquidités est très peu présente, comme le montrent les statistiques sur l'évolution de la masse monétaire, et ce pour au moins deux raisons, la stérilisation au moins en partie que fait la Banque centrale de la monnaie qu'elle crée et la faiblesse de la création monétaire par les banques commerciales qui s'explique elle-même par celle de la demande de crédits des agents privés). Cela ne manquerait pas de mettre la BCE face à un fâcheux dilemme puisqu'elle se sentirait contrainte par ses statuts de relever ses taux directeurs tout en étant obligée de poursuivre sa stratégie de protection du système bancaire et de défense de la cohésion d'une zone euro qui, en plus, fonctionne maintenant à deux vitesses au moins (la crise actuelle radicalise chaque jour davantage la division Nord-Sud de la zone euro évoquée plus haut et par rapport à laquelle il y a comme ailleurs une exception française puisque la France occupe une position médiane, que cela soit en termes de solde budgétaire ou de dette publique). Notons que certains ont cru déceler dans l'évolution des prix constatée à la toute fin de l'année 2010 la réalisation du risque stagflationniste, mais d'autres estiment que les tensions inflationnistes réellement dangereuses sont celles de l'inflation sous-jacente ; or, celle-ci reste tout à fait dans les limites prévues (dans la zone euro elle aura été en 2010, comme en 2009, de 1,1% ; et aux États-Unis de 0,8%). De surcroît, par leurs conséquences sur les changes, ces stratégies opposées entre Banques centrales expriment une guerre des banques centrales et par là une guerre des monnaies. Si cette guerre des monnaies devait aboutir à un effritement de l'euro, ce serait finalement peut-être une chance pour la zone euro dans la mesure où cela lui redonnerait une certaine compétitivité dans la compétition mondiale car l'euro est à l'heure actuelle très au-dessus du cours qu'il avait lors de sa mise en œuvre (1,17\$), c'est-à-dire du cours qui n'est pas très éloigné, selon beaucoup, de sa valeur d'équilibre de long terme...

Tout à fait en fin de mois, à Bruxelles, le dimanche 28 novembre, dans l'urgence, les ministres des finances de la zone euro, au sein de l'Eurogroupe, puis tous les membres de l'UE mettent au point le mécanisme européen de stabilité (MES) qui doit prendre la suite de l'actuel Fonds de stabilité financière (FESF), créé pour ne durer que jusqu'en 2013. Le MES aura 3 attributions principales : d'abord, lever des fonds sur les marchés de capitaux pour aider les pays en difficulté, ensuite, acheter de la dette publique sur le marché secondaire pour faire baisser les taux, et enfin, mettre en place des programmes d'aide préventifs pour aider les pays à refinancer les banques en difficulté.

Madame Merkel n'a pas satisfaction sur le principe de la restructuration des dettes souveraines en imposant aux banques privées de renoncer à une partie de leurs créances, mais il sera possible de demander « au cas par cas » la participation aux institutions financières qui détiennent des dettes souveraines. Il est prévu une hiérarchie des prêteurs aux États en difficulté : il y aurait au sommet de la pyramide l'organe qui régit le MES et en dessous les créanciers privés.

Deux remarques sont à faire ici :

1) Par « restructuration des dettes », on entend l'accord qui peut être conclu entre le débiteur et ses créanciers, par lequel ceux-ci acceptent d'abandonner une partie de leurs créances pour que le débiteur ne devienne pas carrément insolvable et ne faille donc pas faillite, ce qui leur ferait perdre la totalité de leur capital ; et par « au cas par cas », il faut sans doute entendre ici que la mise en œuvre du dispositif « MES » est fonction à la fois du type de crise vécue par le pays en difficulté et du caractère solvable ou non de ce pays.

2) Les agences de notation font d'ores et déjà des critiques à l'endroit du MES en insistant sur l'effet négatif que celui-ci peut avoir sur la notation des États puisque les créanciers privés peuvent subir de lourdes pertes dans l'aventure de la restructuration des dettes publiques.

C'est aussi au cours de cette importante réunion bruxelloise que le plan d'aide à l'Irlande est finalisé : dans le but de lui permettre de revenir à la norme de 3% de déficit d'ici 2015, des prêts remboursables jusqu'en 2010 lui seront accordés pour une somme globale de 85 milliards d'euros (2/3 sont à la charge de l'UE, 1/3 à celle du FMI ; 50 milliards sont pour les besoins des finances publiques irlandaises et 35 milliards pour recapitaliser les banques domestiques).

• Décembre 2010 ->

Le jeudi 2 décembre, lors de sa réunion mensuelle, la BCE maintient non seulement une fois de plus ses taux directeurs mais également ses mesures de refinancement exceptionnelles : elle poursuivra au moins jusqu'à la fin du 1^e trimestre 2011 sa fourniture aux banques de liquidités à taux fixe et pour des montants illimités. Et pendant sa conférence de presse, J.-C. Trichet exhorte les marchés à considérer davantage les fondamentaux de l'économie qui sont plutôt orientés favorablement. Et pratiquement pendant cette conférence de presse de son Président, la BCE rachète des obligations

L'EURO

étatiques d'Irlande et du Portugal, comme elle l'avait fait pour la Grèce pour la première fois à la fin de la première quinzaine de mai : c'est donc d'une certaine façon un QE2 à l'euro**péenne**. Ce qui fait dire à certains que la BCE devient enfin moins dogmatique et davantage pragmatique. Pendant que d'autres vont jusqu'à la taxer de laxisme et insistent sur le déséquilibre de plus en plus dangereux qui existe au niveau des bilans non seulement de certaines banques centrales du SEBC, celles des PIGS, mais surtout de la BCE elle-même : dans les deux cas, les capitaux propres représentent 24% du total des actifs, de qualité d'ailleurs souvent douteuse. Cette situation conduit à envisager la recapitalisation de ces banques centrales (le jeudi 16, le Conseil des gouverneurs de la BCE annonce un quasi doublement de son capital d'ici la fin de 2012).

Il n'empêche que tout cela rassure un peu les marchés : les indices des marchés d'actions remontent, l'euro grimpe un peu et les tensions sur les marchés obligataires s'apaisent. D'ailleurs, en fin de semaine, les Bourses sont toutes orientées à la hausse : +0,59% pour le CAC40 (à 3750 points), +1,44% pour le DAX30, +1,35% pour le Footsie, +2,62% pour le Dow Jones, +2,24% pour le Nasdaq et +1,38% pour le Nikkei. Et l'euro cote 1,3416\$ le vendredi alors qu'il était tombé en dessous de 1,30 le mardi. L'apaisement des tensions sur le marché obligataire n'empêche pas certains de craindre de plus en plus une remontée des taux à cause d'un effet d'éviction que crée le poids des dettes publiques à l'encontre des besoins de financement des banques, qu'elles soient européennes ou américaines, et bien que les taux d'épargne soient plutôt orientés à la hausse ici et là.

Le lundi 6, le Président Obama doit tenir compte du changement de majorité au Congrès en maintenant les avantages fiscaux dont profitent les hauts revenus.

Le vendredi 10, N. Sarkozy et A. Merkel se rencontrent avant le sommet européen du 16 pour essentiellement afficher clairement leur identité de vue sur la résolution de la crise de l'euro, en sachant que la chancelière allemande affirme catégoriquement son opposition à la fois au renforcement du capital du FSF, contrairement au souhait exprimé par le directeur général du FMI, D. Strauss-Kahn, et à l'émission d'obligations européennes, contrairement à la proposition du Président de l'Eurogroupe, J.-C. Junker, pour qui l'émission d'eurobonds permettrait de mutualiser la gestion des dettes publiques européennes et de soustraire celle-ci à la loi des marchés ; il faudrait donc prévoir une « Agence européenne de la dette » qui aurait le même rôle que notre « AFT ». Indiquons au passage que cette proposition est une vieille idée de J. Delors, et que plusieurs personnalités y sont favorables comme par exemple V. Giscard d'Estaing (Le Nouvel Observateur du 28/7/2011). *Cette double opposition allemande est une nouvelle manifestation du fait que l'Allemagne a une vision très restrictive de la solidarité européenne parce qu'elle a toujours peur de « devoir encore payer pour les autres ». Car, concernant le FSF, l'Allemagne ne veut ni que soit accrue sa taille ni que son intervention puisse être préventive ; elle veut que son intervention ne soit qu'en dernier recours. Et, concernant les eurobonds, le problème qu'ils posent n'est pas essentiellement technique (il serait toujours possible de contourner les effets d'un taux d'intérêt unique sur l'Allemagne et sur d'autres pays du Nord qui peuvent se financer à des taux faibles), mais triplement politique. D'une part, l'émission d'obligations européennes correspondrait à un pas significatif en direction du fédéralisme fiscale-budgétaire et donc d'une plus forte intégration européenne (et contrairement à la France, l'Allemagne considère que les eurobonds doivent être une conséquence et non un préalable à des progrès de la construction européenne en direction d'une union politique). D'autre part, pour l'Allemagne, au travers de la mutualisation des dettes qu'ils permettent, les eurobonds consistent concrètement à mutualiser les performances économiques, ce qui n'est pas acceptable pour elle. Enfin, l'émission d'obligations européennes empêcherait l'Allemagne de quitter la zone euro, menace qui lui permet de renforcer le rapport de forces par rapport à ses partenaires qui est en sa faveur. Il n'empêche, justement, que les eurobonds feraient avantageusement contrepoids avec les Bons du Trésor américain et que ce serait une source précieuse de financement d'investissements européens d'infrastructures en faisant du couple BCE-BEI une force de frappe. À l'argument consistant à dire que l'Allemagne a une conception restrictive de la solidarité européenne, il est néanmoins possible de répondre que les eurobonds seraient garantis par l'ensemble des États membres et que l'on ne peut donc pas éliminer l'hypothèse d'un comportement opportuniste de tel ou tel pays, créant un risque d'aléa moral pour les autres, et forçant ainsi les contribuables de ces pays à devoir payer pour les consommateurs cigales. Il n'y a pas que l'Allemagne qui pourrait se trouver concernée... Durant l'été 2012, deux solutions alternatives aux eurobonds sont envisagées à titre de compromis entre les partisans et les opposants aux eurobonds. Il y a d'abord la proposition de lancer des « eurobills » pour mutualiser les dettes inférieures à 1 an, ce qui laisserait aux États la responsabilité de répondre de manière autonome à leurs besoins de financement à long terme. Cette solution présente l'avantage de pouvoir être mise rapidement en œuvre puisqu'elle ne contrevient pas aux traités. Il y a ensuite la proposition du gouvernement allemand d'un « budget central » de la zone euro qui créerait une enveloppe pour réaliser les transferts nécessaires à l'assistance financière des États en difficulté. Mais quel lien serait alors établi entre ce budget central de la zone euro et le budget communautaire ?*

L'EURO

Ces événements des 6 et 10 expliquent que les marchés terminent la semaine plutôt sur une note positive : +2,85% pour le CAC40 (à 3857 points), +0,84% pour le DAX30, +1,18% pour le Footsie, +0,25% pour le Dow Jones, +1,78% pour le Nasdaq et +0,33% pour le Nikkei. Et l'euro continue à baisser par rapport au dollar (il cote 1,3225\$) ; cela démontre que QE2 n'a pas, tout au moins pour l'instant, d'effet dépressif sur la monnaie américaine comme certains l'annonçaient, en se fondant sur le risque inflationniste que cette création monétaire par la Fed pourrait avoir.

Le jeudi 16, pendant que commence à Bruxelles le sommet européen des 27 au cours duquel, tout à fait officiellement, « les États membres de la zone euro sont autorisés à créer un mécanisme de stabilité qui sera activé si cela s'avère indispensable pour garantir la stabilité de l'euro dans son ensemble », la BCE publie un communiqué pour annoncer une forte recapitalisation : « l'augmentation du capital a été jugée appropriée en raison de la volatilité accrue des taux de change, des taux d'intérêt, des cours de l'or et du risque de crédit ».

Sur les places boursières, la deuxième semaine du mois se termine par des évolutions plutôt positives : +0,26% pour le CAC40 (à 3867

points), -0,34% pour le DAX30, +1,01% pour le Footsie, +0,72% pour le Dow Jones, +0,21% pour le Nasdaq et +0,90% pour le Nikkei. Et le temps du bilan de l'année 2010 est venu. Il apparaît d'ores et déjà que ce bilan traduit bien l'opinion des marchés sur la hiérarchie des grandes zones de l'économie mondiale en fonction des anticipations qu'ils font de leurs performances à venir : les pays émergents sont en tête, les États-Unis se maintiennent et l'Europe inquiète. Sur le marché des changes, l'euro cote 1,3189\$.

Pour terminer ces commentaires sur l'année 2010, relevons les deux tableaux suivants dans une enquête que l'IFOP a publiée le 16 de ce mois sur les opinions française et allemande sur la situation de la zone euro (www.ifop.com/media/poll/1381-1-study_file.pdf) :

(%)	France	Allemagne
Coordonne davantage sa politique économique avec les autres pays européens pour mieux gérer l'euro	65	44
Abandonne l'euro et revienne au franc / au mark	22	37
Maintienne la situation actuelle en ce qui concerne l'euro	13	19
Total	100	100

1) Souhaitez-vous que la France / l'Allemagne... ?

(%)	France	Allemagne
Continue d'avoir pour principale mission de lutter contre l'évolution et la hausse des prix	49	69
Ait pour principale mission de favoriser la croissance économique	51	31
Total	100	100

2) Selon vous, faut-il que la Banque centrale européenne... ?

• JANVIER 2011 ->

1^{er} janvier : La zone euro compte désormais 17 membres, avec **l'entrée de l'Estonie**.

L'Estonie est la première république balte à adopter la monnaie unique européenne. Son PIB représente près de 0,2% celui de la zone euro. Après qu'on lui ait refusé cette entrée en 2007 pour cause d'inflation trop forte, elle montre aujourd'hui des performances économiques et financières très satisfaisantes. Pour l'Estonie, cette adhésion est non seulement importante sur le plan économique parce qu'elle en escompte l'accélération de son rattrapage déjà bien lancé depuis une dizaine d'années

L'EURO

–d'où son surnom de « tigre balte »- mais aussi sur le plan politique pour renforcer son indépendance par rapport à son grand voisin.

Comme si les marchés voulaient donner raison à ceux qui affirment depuis quelque temps que 2011 sera une bonne année pour les Bourses, tous les indices enregistrent des hausses pour cette première semaine : + 1,60% pour le CAC40 (à 3866 points), +0,49% pour le DAX30, +0,22% pour le Footsie, +0,84% pour le Dow Jones, +1,90% pour le Nasdaq et +3,05% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2907\$. Tout cela parce que la demande privée américaine reprend des couleurs, et bien que le secrétaire d'Etat au Trésor ait demandé le relèvement du plafond autorisé de la dette publique ; sans quoi son pays serait, ni plus ni moins, sous la « menace d'un défaut de paiement », qui, si elle se réalisait « aurait des conséquences économiques catastrophiques qui dureraient des décennies »....

Le 7 janvier, deux faits mettent encore l'accent sur la dette publique et sur les dangers que cela présente. D'un côté, les ministres de l'économie français et allemand se rencontrent pour se pencher sur le cas de la dette publique du Portugal et faire pression sur le gouvernement de ce pays pour qu'il ne tarde pas à demander l'aide du FMI ; pour conjurer le risque systémique que ferait courir la contagion à l'Espagne. Mais celui-ci, craignant les prix du plan d'ajustement du FMI et des injonctions des partenaires européens, tente de rassurer ses partenaires tout en étant obligé de consentir des taux d'environ 7% pour trouver des fonds et d'accepter l'aide chinoise. De l'autre, commence à monter chez les observateurs l'inquiétude sur la soutenabilité des dettes américaine et japonaise.

Le jeudi 13, la BCE laisse inchangés ses taux directeurs mais la déclaration de son Président laisse penser que le dépassement de la norme d'inflation en décembre (+2,2%) pourrait expliquer une politique monétaire prochaine moins accommodante de la Banque centrale (mais un relèvement des taux serait-il raisonnable à un moment où les dettes publiques inquiètent de plus en plus et où la croissance ne décolle toujours pas ?). Cette déclaration entraîne aussitôt une poussée à la hausse de la monnaie unique à 1,3376\$.

La deuxième semaine se termine positivement sur les différentes places financières, sans doute parce que les investisseurs, certes toujours inquiets sur la situation des finances publiques européennes, considèrent malgré tout que la zone euro y fait face et qu'en plus la croissance mondiale semble se préciser : +3,04% pour le CAC40 (à 3983 points), +1,84% pour le DAX30, +0,30% pour le Footsie, +0,96% pour le Dow Jones, +1,93% pour le Nasdaq mais -0,29% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3457\$.

Le 18 janvier, le service économique de la Société générale publie une note qui s'alarme des risques que l'accélération de l'inflation de croissance en Chine fait peser à terme sur les marchés financiers mondiaux (voir Le Monde du 21 janvier, p. 12).

À ce risque inflationniste s'ajoute celui, que nous avions envisagé dès mars 2009, du centrage de la croissance chinoise sur sa consommation intérieure : tout cela met en danger les équilibres actuels de l'économie mondiale tout entière, ce que confirme d'ailleurs le fait que les pays occidentaux recherchent maintenant de nouveaux fournisseurs en Asie.

Et en la fin de la troisième semaine, les indices boursiers enregistrent des scores souvent négatifs parce que les valeurs liées à l'économie chinoise les influencent négativement, même si les investisseurs reprennent confiance dans la reprise soutenue par le moteur asiatique et s'ils estiment que la zone euro a évité le pire : +0,86% pour le CAC40 (à 4017 points), -0,19% pour le DAX30, -1,76% pour le Footsie, +0,72% pour le Dow Jones, -2,39% pour le Nasdaq et -2,14% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3622\$.

Le mardi 25 janvier, dans le but d'accroître ses ressources pour se porter au secours des États en difficulté, le Fonds européen de stabilité financière (FESF) lance pour la première fois un emprunt obligataire : les investisseurs lui font un très bon accueil puisque, portant sur 5 milliards €, ils ont été offreurs de 45 milliards, et en l'espace d'un quart d'heure ! Parmi ces investisseurs, beaucoup sont asiatiques (38%), notamment japonais ; les autres sont britanniques (15%), allemands (12%), scandinaves (9%) et français (7%), selon les experts d'HSBC. Cette réussite constitue un véritable vote de confiance en la zone euro, en sa monnaie, et en sa capacité de résilience.

Parce que le Président de la BCE a montré quelque inquiétude en milieu de mois sur l'élévation de l'inflation au sein de la zone euro, bien que sa composante « sous-jacente » reste très modérée, et que cela laisse donc sous-entendre qu'une remontée des taux directeurs puisse avoir lieu plus tôt que

L'EURO

prévu, l'Euribor à 3 mois connaît maintenant une hausse (rappelons que l'Euribor est le taux interbancaire qui guide en particulier les taux des crédits à taux variables).

Le jeudi 27, l'agence S&P baisse la note du Japon de AA à AA-.

• Février 2011 ->

Lors de sa réunion mensuelle le 1er jeudi du mois (en l'occurrence le jeudi 3), la BCE maintient évidemment ses taux directeurs. Car, malgré que l'inflation soit passée au-dessus de la norme des 2% en rythme annuel en décembre et en janvier, elle estime toujours valable son « diagnostic selon lequel l'évolution des prix restera compatible avec la stabilité des prix à l'horizon pertinent pour la politique monétaire ». Elle prévoit en effet que « l'inflation va probablement rester au-dessus de 2% la plus grande partie de 2011, avant de redescendre vers la fin de l'année », ce qui fera que l'objectif d'avoir un taux d'inflation *inférieur mais proche de 2% à moyen terme* sera probablement respecté ; par conséquent, l'ancrage des anticipations inflationnistes, qui est essentiel pour la BCE, ne devrait pas être perturbé. Comme cette position de la BCE est plus nuancée que celle adoptée mi-janvier, les anticipations de hausse de taux d'intérêt se modèrent et le change de l'euro s'en ressent aussitôt en baissant de plus de 1%. Mais paradoxalement, pendant que J.-C. Trichet tente d'être moins catégorique que le mois dernier, plusieurs banques centrales (Chine, Inde, Brésil, Indonésie) n'hésitent pas à remonter leurs propres taux directeurs pour juguler une mondialisation de l'inflation dont il craigne l'envolée à cause des différentes politiques monétaires accommodantes et de la montée en puissance des comportements spéculatifs sur les matières premières (le prix du baril de pétrole dépasse 100\$), sur l'or et sur les actifs financiers.

- Evolution du cours du « brent crude oil spot » (Source : Capital.fr)



- Évolution du cours de l'or en dollar (Source : Capital.fr).



L'EURO

Comme il a déjà été indiqué plus haut, il est fort possible que les matières premières soient au cœur d'une prochaine bulle spéculative. Plus même, elles peuvent devenir le facteur principal de la prochaine bataille pour le leadership de l'économie mondiale. Niall Ferguson, historien britannique de type « braudélien », pense que les grands conflits ont toujours concerné peu ou prou la domination de matières premières : l'or aux 16^{ème} et 17^{ème} siècles, le sucre et les épices au 18^{ème}, le charbon au 19^{ème} et le pétrole au 20^{ème}. (Voir « *La Tribune.fr* » du 15/02/2011).

Lors du Sommet européen du vendredi 4 février à Bruxelles, l'Allemagne et la France proposent un *Pacte de compétitivité*, avec 6 propositions : abolir les systèmes d'indexation des salaires sur les prix, reconnaître mutuellement les diplômes et les qualifications professionnelles, créer une base commune d'imposition pour les bénéfices des entreprises, ajuster les systèmes de retraite à la situation démographique, inscrire obligatoirement dans les Constitutions un mécanisme d'alerte sur la dette publique, et établir un régime national de gestion des crises bancaires.

À propos de compétitivité, cinq remarques sont à faire :

1) *Cette proposition de « pacte de compétitivité » indique un rapprochement de la position allemande avec la position française dans la mesure où elle correspond assez nettement à l'idée française d'un gouvernement économique et où elle lie l'objectif allemand de solidité avec celui, français, de solidarité. Mais d'un autre côté, on peut penser qu'elle traduit aussi un rapport de forces au sein de l'UE très favorable à l'Allemagne parce que celle-ci réussit avec cette proposition à imposer sa stratégie de croissance fondée sur la promotion des exportations. Et l'on est alors en droit de se demander si c'est simplement possible que tous les États membres mènent cette même stratégie de croissance tirée par les exportations. Surtout que cela impose à de nombreux pays de changer leur modèle de croissance, à l'instar de la France elle-même puisque, depuis plusieurs décennies, notre croissance est au contraire tirée par la demande intérieure. D'ailleurs, cette proposition a suscité beaucoup de réactions lors du Sommet au point que le couple franco-allemand a dû accepter que son étude en détail soit remise à plus tard.*

2) *Quand on compare la dynamique de l'économie allemande et celle de l'économie française, on constate que la première a été plus sensible que la seconde à la crise économique parce que celle-là est centrée sur les exportations, et donc sur la compétitivité, tandis que celle-ci est soutenue par la demande intérieure. Il faut donc interpréter la nettement meilleure croissance en 2010 en Allemagne qu'en France comme un rattrapage. Mais, réciproquement, la compétitivité allemande est une arme de conquête quand la conjoncture de l'économie mondiale est bien orientée. Ce qui signifie que la France a grandement intérêt à améliorer rapidement sa propre compétitivité pour profiter maintenant de la reprise mondiale ; surtout que l'on ne peut raisonnablement attendre de notre politique de finances publiques qu'un freinage de la demande intérieure.*

3) *Mais, suite à la remarque précédente, on ne peut pas s'empêcher de refaire une remarque faite déjà plus haut : est-il bien raisonnable de recommander aux partenaires de l'Allemagne de suivre l'exemple de celle-ci, dans la mesure où leurs échanges commerciaux sont essentiellement intra-européens ? L'Allemagne y a-t-elle elle-même intérêt ?*

4) *Cette quatrième remarque reprend elle aussi une indication déjà donnée : la compétitivité allemande actuelle est le résultat d'au moins dix années d'efforts en particulier en matière de coûts salariaux. Selon certains, compte tenu de l'évolution de la productivité, les coûts salariaux ont été réduits en Allemagne de 11% entre 2000 et fin 2007, pendant qu'ils augmentaient en France de 3% environ, ce qui fait que l'écart de compétitivité s'est creusé de 14%. Et comme l'indique l'une des rares lois économiques, il n'est pas possible d'« avoir le beurre et l'argent du beurre » : le revenu par habitant était au début de la décennie supérieur en Allemagne de 15% par rapport à celui de la France, il lui est maintenant inférieur de 10%... Dans sa chronique parue dans *Le Monde de l'économie* du 15/2/2011, Ph. Askenazy discute la fiabilité des statistiques en la matière. Par contre, il y a consensus pour reconnaître une aggravation de l'écart entre les efforts de recherche et développement de part et d'autre du Rhin.*

5) *Pour protéger la compétitivité des pays européens, en particulier vis-à-vis des économies émergentes, certains se demandent s'il ne serait pas judicieux d'opter pour un certain protectionnisme, en reprenant à leur compte les arguments développés naguère, notamment par J.-M. Jeanneney (« Pour un nouveau protectionnisme » - Seuil, 1978), M. Allais (« La mondialisation » - Clément Juglar, 1999) et E. Todd (« L'illusion économique » - Gallimard, 1998). Mais cette préconisation a très peu de chances d'être suivie, pour au moins trois raisons : d'abord, cela est contraire à la conception libérale de la Commission, ensuite les entreprises européennes ne le souhaitent pas dans la mesure où ce néoprotectionnisme les handicaperait dans leurs stratégies commerciales en direction des pays extra européens, et enfin les États membres n'en veulent pas non plus, d'une part parce que cela leur imposerait d'accepter un abandon supplémentaire de souveraineté au profit des institutions européennes, et d'autre part parce qu'ils refusent que le budget européen soit augmenté, ce que nécessiteraient des politiques industrielles et commerciales actives.*

En fin de semaine, les places boursières montrent un bel optimisme malgré la hausse de prix des matières premières et d'une croissance économique sans création d'emplois aux États-Unis : +1,12% pour le CAC40 (à 4047 points), +1,60% pour le DAX30, +1,97% pour le Footsie, +2,27% pour le Dow Jones, +3,07% pour le Nasdaq et +1,77% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3582\$.

L'EURO

Le lundi 7, la Grèce reçoit à nouveau une délégation d'experts du FMI et de la zone euro pour étudier sa situation financière. Malgré les nombreuses réformes entreprises et la forte réduction du déficit budgétaire, cette situation continue à inspirer beaucoup d'inquiétudes –la dette continue à augmenter et les taux d'emprunt restent très élevés- au point qu'aux yeux de certains spécialistes il sera difficile d'éviter une restructuration de la dette grecque.

Le jeudi 10 février, D. Strauss-Kahn, Directeur général du FMI fait une conférence dans la perspective de la réunion du G20 des 18 et 19 février. Il en profite pour proposer quatre solutions pour écarter une guerre des monnaies et pour réformer le SMI :

- 1) Renforcer la coordination des politiques économiques.
- 2) Imaginer un « code de la route » que les États devraient suivre pour réguler les mouvements de capitaux, de manière à éviter la hausse de leurs monnaies.
- 3) Mutualiser les réserves de change accumulées selon les régions pour, là aussi, empêcher les variations erratiques des mouvements de capitaux.
- 4) Donner davantage d'importance au DTS. Le Droit de tirage spécial est une sorte de monnaie scripturale créée en 1969 par le FMI pour accroître ses capacités de financement fondées sur les réserves officielles en or et en dollar des États membres. Le DTS est une « créance virtuelle sur les monnaies librement utilisables des pays membres du Fonds ». Plus concrètement, cette créance virtuelle prend actuellement la forme d'un panier de devises - dollar, euro, livre et yen- et il s'agitait précisément d'ajouter le yuan : ce serait un pas de plus fait en direction de l'internationalisation de la monnaie chinoise. Mais cette proposition est très critiquée au sein même du FMI.

Sur les marchés actions, la deuxième semaine se termine sur des hausses, suscitées par les bons résultats financiers des entreprises et par l'évolution de la situation en Egypte : +1,34% pour le CAC40 (à 4101 points), +2,15% pour le DAX30, +1,09% pour le Footsie, +1,50% pour le Dow Jones, +1,45% pour le Nasdaq et +1,67% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3551\$.

Les performances des marchés à la fin de la troisième semaine sont dans la lignée de celles de la précédente : +1,35% pour le CAC40 (à 4157 points), +0,75% pour le DAX30, +0,33% pour le Footsie, +0,96% pour le Dow Jones, +0,87% pour le Nasdaq et +2,24% pour le Nikkei, et l'euro cote 1,3693\$.

Le vendredi 11, le Président de la Banque centrale allemande (la « Buba »), présenté aussi comme le très probable successeur de J.-C. Trichet à la tête de la BCE, Axel Weber, annonce qu'il démissionnera de son mandat le 30 avril, ce qui le met par là même hors course pour le poste de Président de la BCE. Très rapidement, apparaîtra sur la liste des prétendants à la succession de J.-C. Trichet le nom de Mario Draghi, Gouverneur de la Banque centrale d'Italie. M. Draghi est un ancien professeur d'Université en économie. Il est réputé pour sa rigueur et on le sait préoccupé non seulement par la stabilité des prix mais aussi par la stabilité financière. Notons ici que J.-C. Trichet doit laisser sa place fin octobre mais que son successeur sera désigné par le sommet de l'UE programmé pour le mois de juin.

Les jeudi 17 et vendredi 18, les observateurs sont surpris par l'importance exceptionnelle de la demande de liquidités (sous la forme de prêts d'urgence à 24 heures) faite à la BCE par des banques de la zone euro ; ils ne savent pas comment l'interpréter.

Les vendredi 18 et samedi 19, réunion à Paris du G20 : le bilan de ce Sommet des ministres de l'économie et des finances est pour le moins mitigé. Face à la détermination de la Chine, les occidentaux ont dû faire des concessions pour parvenir à un accord « a minima ». Pour évaluer le degré de risque macroéconomique que font courir les différents pays à l'économie mondiale, la liste des critères –qui sont des indications et non des cibles- se limite seulement à deux indicateurs de type interne –déficit et dette publics- et à deux indicateurs de type externe –balance commerciale et revenus des flux nets d'investissements : le volume des réserves de devises et le niveau du taux de change ne font pas partie de la liste.

À cause de la crise lybienne, commencée en milieu de mois, et qui est un prolongement des révoltes en Tunisie et en Egypte, le mois de février se termine mal sur les places financières : -2,09% pour le CAC40 (à 4070 points), -3,25% pour le DAX30, -1,34% pour le Footsie, -2,10% pour le Dow Jones, -1,86% pour le Nasdaq et -2,91% pour le Nikkei. Les investisseurs sont impressionnés à la fois par la forte hausse du prix du baril (contrairement à la Tunisie et à l'Egypte, la Lybie est un important

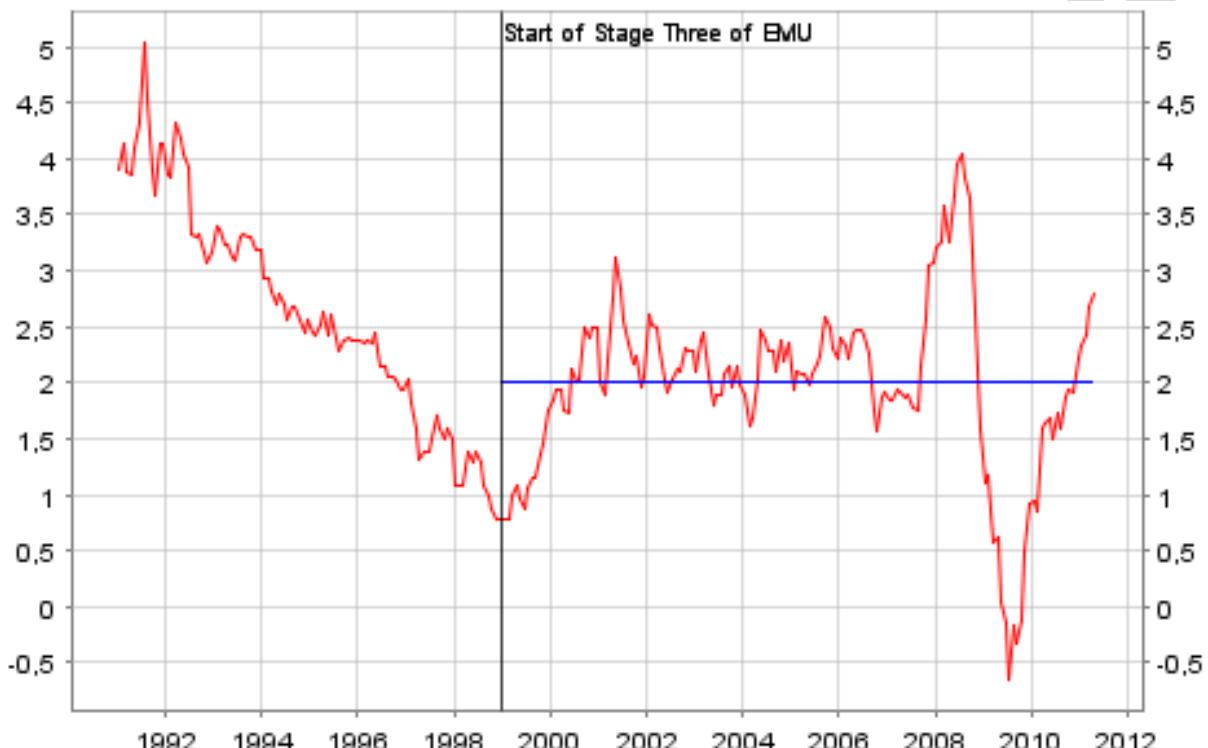
L'EURO

producteur de pétrole -sa production équivaut à la consommation de la France- si bien que la hausse du prix du pétrole ne s'explique plus seulement premièrement, par l'augmentation de la demande mondiale, deuxièmement, par le risque d'épuisement des réserves et, troisièmement, par des comportements spéculatifs, mais aussi, quatrièmement, par un danger géostratégique), et par la possibilité d'une propagation de la crise à d'autres pays pétroliers arabes et des réactions à attendre des banques centrales. L'euro cote 1,1774\$.

• Mars 2011 ->

Le jeudi 3, à cause des tensions inflationnistes de plus en plus manifestes, et conformément à sa stratégie très orthodoxe (« une très grande vigilance s'impose »), J.-C. Trichet annonce qu'une hausse des taux directeurs serait « possible » dès le mois d'avril prochain. Cette information fait monter immédiatement l'euro à près de 1,40\$.

Le schéma suivant montre l'évolution du taux d'inflation dans ce qui correspond à la zone euro sur pratiquement une vingtaine d'années (Source : BCE).



Mais certains s'inquiètent déjà des répercussions négatives que cela aurait sur la reprise encore balbutiante de la croissance de l'économie européenne, surtout que celle-ci est aujourd'hui très hétérogène, avec des pays très fragiles (les « périphériques »). D'autres veulent au contraire minimiser l'impact d'une telle hausse des taux qui serait de toute façon limitée et qui ne « mordrait » sur l'économie réelle qu'avec retard. On peut penser que le banquier central vise dans ses déclarations d'abord et avant tout un effet d'annonce, comme c'est le cas général en matière de politique monétaire aujourd'hui. Il n'empêche qu'une telle décision d'augmentation des taux d'intérêt directeurs modifierait sensiblement le policy mix, le faisant passer d'une configuration plutôt divergente (politique budgétaire restrictive et politique monétaire relativement accommodante) à une configuration convergente (politiques budgétaire et monétaire toutes deux restrictives).

Sur les marchés actions, la première semaine de mars confirme les inquiétudes exprimées dans les mauvaises performances de la fin février : -1,23% pour le CAC40 (à 4020 points), -0,09% pour le DAX30, -0,18% pour le Footsie, +0,33% pour le Dow Jones, +0,13% pour le Nasdaq et +1,59% pour le Nikkei. La crise lybienne ajoute de fortes tensions sur le prix du pétrole à celles que connaissent depuis déjà un certain temps d'autres matières premières. De plus, en cette période troublée, le dollar n'est plus en mesure de jouer son rôle habituel de valeur-refuge parce que les investisseurs sont inquiets par la somme astronomique qu'atteint la dette des États-Unis : l'or voit son cours flamber et les investisseurs utilisent de plus en plus la stratégie de diversification de leurs portefeuilles en devises. La Fed a un comportement qui n'est pas pour les rassurer, parce qu'elle est beaucoup moins orthodoxe que la BCE, non seulement quant à sa politique monétaire mais aussi parce qu'elle a

L'EURO

accumulé à ce jour dans son bilan 1 220 milliards de dollars d'emprunts d'État américain, soit 70% du total...

Le vendredi 11 mars, le Japon est touché par un séisme exceptionnellement violent, de magnitude 8,9 sur l'échelle de Richter, suivi d'un tsunami dévastateur, qui fait craindre lui-même, très rapidement, une grave crise nucléaire.

Ce même vendredi 11 mars se tient le Sommet des responsables de la zone euro devant décider des grandes lignes du « **pacte pour l'euro** » (nouveau nom pris par le « pacte de compétitivité », souhaité conjointement par la France et par l'Allemagne), dont la version définitive devrait être adopté lors du Conseil européen des 24 et 25 mars. Ce pacte a pour mission de « renforcer le pilier économique de l'Union monétaire, (...) donner une force nouvelle à la coordination des politiques économiques dans la zone euro, (...) améliorer la compétitivité et (...) parvenir ainsi à un plus haut niveau de convergence ». Ce pacte doit compléter le PSC qui sera lui-même réformé lors du Conseil. Il définit quatre objectifs que les pays sont expressément incités à réaliser, mais chacun avec les mesures qui lui appartiennent de prendre : 1) favoriser la compétitivité (en intervenant essentiellement sur les salaires et sur la productivité, avec la suppression de l'indexation des salaires sur l'inflation quand elle existe encore, comme en Belgique et en Espagne, et avec un suivi régulier du coût unitaire du travail), 2) favoriser l'emploi (en développant la flexisécurité, en accroissant la participation au marché du travail, en réduisant le travail non déclaré), 3) mieux contribuer à la viabilité des finances publiques (en adaptant le système de retraite à l'évolution démographique, en inscrivant dans la Constitution les règles budgétaires sur PSC), et 4) renforcer la stabilité financière (en améliorant le cadre européen de supervision et de régulation du système financier et en accroissant la capacité d'intervention du Fonds de stabilité financière créé début mai 2010 : dorénavant, ce fonds dispose d'une garantie des États à hauteur de 440 milliards d'euros –la quote-part de la France est de 20%, celle de l'Allemagne de 27%– et il peut acheter de la dette primaire émise par les États). Si ces quatre objectifs ont leur logique, le bilan de ce Sommet est néanmoins mitigé puisque si d'un côté il réalise une avancée sur la question de l'instauration d'une « taxe Tobin » sur les transactions financières, il est de l'autre une occasion de plus pour les responsables européens d'exposer leurs divergences : non seulement, les États membres s'engagent-ils à développer une coordination fiscale alors que l'Irlande refuse de modifier son taux d'imposition des bénéfices des sociétés mais surtout *ce pacte de compétitivité met en danger le modèle social européen*. Comme l'explique très bien Ph. Askenazy dans *Le Monde* du 15 mars, *l'Allemagne va connaître de grosses difficultés démographiques et comme elle s'oppose à une immigration venant du Sud, « elle va avoir besoin de ponctionner la main d'œuvre, notamment qualifiée, en provenance du reste de l'Europe (...).* Cette dynamique ne pourra s'enclencher que si ses voisins ne présentent pas de perspectives aussi bonnes qu'elle en termes de rémunérations comme d'avantages sociaux (...). L'uniformisation par le bas des avantages sociaux garantira la mobilité, d'autant que l'Allemagne offrira comme aujourd'hui des rémunérations attractives» (on trouve ici, indirectement, l'argument de Mundell sur la mobilité du facteur travail comme condition d'existence d'une ZMO). Ph. Askenazy est donc pour le moins surpris de voir la France « co-porter » avec l'Allemagne ce pacte de compétitivité car, comme elle est en bien meilleure situation sur le plan démographique, son propre avenir ne supportera pas les mêmes contraintes ; elle adopte donc une position qui la désavantage au profit de l'Allemagne : pour l'économiste, « Paris est incapable de se projeter au-delà du court terme et d'une obsédante fascination pour l'actuelle réussite germanique ». Un autre « économiste atterré », Thomas Coutrot, insiste de son côté dans une interview donnée au journal *Le Monde* du 5 avril 2011 sur la relation salaire-productivité : « le PIB par tête a augmenté dans l'UE de 25% en termes réels entre 1991 et aujourd'hui, alors que les salaires n'ont augmenté que de 12%. Si la croissance durant cette vingtaine d'années a été non négligeable, c'est en grande partie parce que la faiblesse des salaires a été compensée par l'endettement des ménages, dans de nombreux pays – États-Unis, Espagne, Royaume-Uni, Irlande et même France. Mais ce phénomène de gonflement de la dette privée par substitution au pouvoir d'achat des salaires n'est pas soutenable à long terme. La crise de 2008 a ainsi mis en évidence le problème de la baisse de la part des salaires dans la richesse produite. Aujourd'hui il faudrait au moins que les salaires recommencent à progresser aussi vite que la productivité, voire qu'il y ait un rattrapage. Si on voulait ajuster l'évolution des salaires à celle de la productivité depuis 1991, il faudrait augmenter les salaires de 8% à 12%. C'est pour éviter qu'un certain nombre de pays s'engagent dans cette voie que la Commission européenne veut verrouiller le partage actuel de la valeur ajoutée ». Il faut également rappeler que le « policy mix » restrictif convergent choisi en Europe (politique budgétaire de rigueur et augmentation annoncée des taux directeurs de la BCE) constitue évidemment un frein à la croissance pour tous les pays de l'UE (avec un effet négatif de renforcement entre eux via le commerce extérieur intra-européen) : on évalue à au moins 0,6 point de croissance du PIB la perte que pourrait subir la France.

L'EURO

Sur les places financières, la deuxième semaine se termine par une baisse générale et forte, facilement explicable à cause de la multiplication des facteurs d'inquiétude : des conséquences très graves au Japon du séisme et du tsunami, sans même compter le risque nucléaire, le sommet européen très mitigé face au problème des dettes publiques, les troubles dans le monde arabe et le chômage aux Etats-Unis : -2,38% pour le CAC40 (à 3929 points), -2,75% pour le DAX30, -2,70% pour le Footsie, -1,03% pour le Dow Jones, -2,48% pour le Nasdaq et -4,11% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3902\$.

L'opinion inquiète des investisseurs est relayée par celle, franchement pessimiste des opinions publiques européennes comme la mesure l'institut de sondage anglais IMC Research. Une grande majorité considère que la situation économique globale va s'aggraver dans les prochains mois, que la situation financière va empirer dans les dix ans qui viennent, que les équipes gouvernementales en place ne seront pas en mesure d'améliorer la situation, et qu'il sera nécessaire de pratiquer une réduction drastique des dépenses publiques. Sur ces différents points, les Français apparaissent comme étant presque toujours les plus pessimistes.

La troisième semaine est marquée par un krach boursier à Tokyo à cause de la crise nucléaire : les deux premiers jours enregistrent des chutes brutales au point que le Nikkei a perdu 18% depuis le 11 mars. *Profitons pour remarquer que les Bourses des pays émergents connaissent également des baisses, souvent fortes. L'inflation que ces pays connaissent et qu'ils ont du mal à maîtriser, le développement de leur demande domestique et les revendications sociales et politiques qui s'y expriment font penser aux investisseurs internationaux que les économies émergentes deviennent de plus en plus matures, ce qui amène ces investisseurs à rapatrier une partie des capitaux qu'ils ont placés dans ces économies.*

Le mardi 15 mars, réunion de l'Écofin pour préparer la réforme du PSC en prévision de la réunion du Sommet des 24 et 25 mars.

Le jeudi 17 mars, le taux de change du yen contre dollar atteint un sommet historique jamais atteint depuis 1945 (76,36 yens pour 1\$). En sont les causes le rapatriement des capitaux japonais placés en d'autres devises, par les ménages et par les « zins-zins » comme les compagnies d'assurances, les opérations d'achat de yens réalisées par tous les spéculateurs qui anticipent la hausse de la monnaie japonaise qu'un tel rapatriement peut entraîner, et par des opérations plus techniques comme les ordres à seuil de déclenchement et les opérations de couverture sur les options et de débouclage de stratégies de « carry trade ».

En réaction à cet excès du marché des changes, les pays du G7 –actuellement présidé par la France– annoncent dans la nuit du 17 au 18 une intervention concertée de leurs banques centrales pour enrayer la hausse du yen, opération qui ne s'était jamais produite depuis 2000 quand il s'est agi de lutter contre une baisse de l'euro qui pouvait être à l'origine d'inflation importée. Cette intervention, qui se concrétise le vendredi 18, et jointe à la fourniture d'énormes liquidités par la BoJ pour soutenir l'économie nipponne, réussit à faire retomber la fièvre du yen.

Vu les circonstances, la fin de la troisième semaine ne peut se terminer sur les places boursières que par une poursuite des baisses : -3,02% pour le CAC40 (à 3810 points), -4,54% pour le DAX30, -1,90% pour le Footsie, -1,54% pour le Dow Jones, -2,65% pour le Nasdaq et -10,22% pour le Nikkei. La multiplication des très mauvaises nouvelles aurait pu se traduire par des baisses encore plus fortes. Mais les investisseurs sont dans l'attente d'en savoir davantage : sur le risque de crise nucléaire au Japon, sur les conséquences économiques et le coût financier du séisme et du tsunami pour le Japon et sur leurs répercussions sur l'économie mondiale (le Japon fournit notamment une très grande part des produits de haute technologie utilisés ailleurs et il y a des risques de ruptures de stocks), sur le risque de contagion des révoltes dans le monde arabe et donc sur la probabilité d'un choc pétrolier, et sur la situation de l'emploi dans l'UE et aux EU.

Les 24 et 25 mars, a lieu le Sommet des 27 tant attendu pour avancer sur les grands dossiers du moment : finaliser le pacte pour l'euro, réformer le PSC, arrêter le mécanisme de stabilité en fixant la capacité de prêt du FESF. Mais la démission du gouvernement portugais de J. Socrates, annoncée le 23 suite au rejet par le Parlement d'un plan d'austérité –le quatrième en un an et validé par la Commission européenne, empêche le Sommet d'avancer efficacement sur ces différents points et, bien évidemment aussi, sur le dossier du sauvetage du Portugal.

La troisième semaine voit les marchés financiers se ressaisir parce que les investisseurs se mettent à relativiser les effets des crises arabes et japonaise sur le dynamisme de l'économie mondiale : +4,26% pour le CAC40 (à 3972 points), +4,23% pour le DAX30, +3,19% pour le Footsie, +3,05% pour le

L'EURO

Dow Jones, +3,76% pour le Nasdaq et +6,40% pour le Nikkei. Quant à l'euro, après être monté jusqu'à 1,4248 \$ en début de semaine, il termine à 1,4087.

Le jeudi 31 mars, à Nankin, en Chine, réunion d'un séminaire consacré à la réforme du SMI et du système de changes, réunissant les ministres des finances des pays du G20 ainsi que des banquiers centraux, le Directeur général du FMI, des économistes de renom tels que Rober Mundell et des investisseurs emblématiques comme G. Soros. Les principales idées qui en ressortent sont de donner au FMI plus de pouvoir pour encadrer les mouvements de capitaux, de donner davantage d'importance aux DTS et de faire entrer dans la définition de cette sorte de monnaie scripturale que crée le FMI d'autres monnaies que le dollar, l'euro, la livre et le yen, comme en particulier le yuan, quand celui-ci sera bien entendu complètement convertible, et de généraliser les interventions concertées sur le marché des changes des banques centrales, en dépassant le cadre du simple G7.

Remarque : « Le DTS est un actif de réserve international, créé en 1969 par le FMI pour compléter les réserves de change officielles de ses pays membres. Sa valeur est basée sur un panier de quatre grandes devises. Les DTS peuvent être échangés contre des devises librement utilisables. Avec l'entrée en vigueur d'une allocation générale de DTS le 28 août et d'une allocation spéciale le 9 septembre 2009, le montant de DTS a augmenté de 21,4 milliards à 204 milliards (soit l'équivalent de quelque 308 milliards de dollars EU), converti au taux au 31 août 2010 » (FMI).

Ce même 31 mars peut être également retenu comme un jour crucial pour le système bancaire irlandais. En effet, étant donné leur déconfiture, pratiquement toutes les banques commerciales irlandaises vont être nationalisées, ce qui peut coûter aux contribuables jusqu'à la moitié du PIB ! Et l'aide déjà apportée par la BCE et le FMI risque de ne pas suffire. Bref, on se demande de plus en plus si l'Irlande ne va pas être obligée de négocier une faillite souveraine.

• Avril 2011 ->

À la fin de la première semaine du mois d'avril, les problèmes économiques et sociaux européens (en plus de la situation irlandaise gravissime, le Portugal est à nouveau dégradé par les agences de notation et subit des augmentations des « spreads »), les crises arabes et les catastrophes au Japon pèsent en définitive relativement peu de choses aux yeux des investisseurs face à un retour d'une croissance créatrice d'emplois aux États-Unis, comme si ce retour marquait la fin de la crise : +2,07% pour le CAC40 (à 4055 points), +3,36% pour le DAX30, +1,85% pour le Footsie, +1,53% pour le Dow Jones, +2,02% pour le Nasdaq et +1,81% pour le Nikkei. L'euro reste élevé : 1,4235\$.

Le mercredi 6, le Portugal se résout (enfin) à demander une aide d'urgence (ce sont les banques portugaises en mal de refinancement qui ont obligé le gouvernement à demander cette aide). Lors du week-end qui suit, les ministres de l'économie et des finances européens se réunissent en Hongrie pour étudier les modalités de cette aide –évaluée à 80 milliards d'euros- et des experts de la BCE, du FMI et de la Commission européenne partent immédiatement pour Lisbonne de façon à mettre en place les mesures –d'austérité- nécessaires. Les ministres des finances fixent non seulement des conditions économiques (réformes structurelles, restrictions budgétaires et privatisations), mais aussi politiques non seulement à cause de la crise gouvernementale actuelle mais aussi en prévision des difficultés sociales qui pourraient survenir : il faut que ce programme d'ajustement soit avalisé par l'ensemble des partis politiques portugais.

Le jeudi 7, la BCE élève ses taux directeurs d'un quart de point : le Refi passe donc à 1,25% alors qu'il était fixé à 1% depuis mai 2009. Le Conseil des gouverneurs est amené à prendre cette décision suite au dépassement du plafond de 2% par le taux d'inflation de la zone euro depuis décembre 2010, en glissement annuel : 2,2% en décembre, 2,3% en janvier, 2,4% en février et +2,6 en mars (voir www.banque-france.fr/fr/statistiques/telechar/base/zonleeuro/zeb010.pdf).

Cette décision ne soulève aucune réaction particulière : il faut dire que J.-C. Trichet y avait préparé les esprits. Néanmoins, certains experts se demandent d'abord si la hausse des taux de la BCE est justifiée puisqu'il n'y a pas de risque de « second tour » et si elle peut être efficace étant donné qu'elle ne peut pas avoir de prise sur les sources extérieures de l'inflation qui sont pourtant la cause principale de son augmentation actuelle. Ensuite, ces experts se demandent si cette élévation des taux ne va pas compliquer à la fois la reprise en Europe et le retour aux équilibres des finances publiques, surtout que dans ces deux domaines les différents pays de la zone euro ne sont pas du tout logés à la même enseigne : ceux qui sont en grande difficulté risquent de l'être encore davantage. Et en plus l'euro risque de monter puisque la Fed et la BoE ne modifient pas leurs propres taux directeurs. Certes, la hausse des prix est plus forte en Europe qu'outre-

L'EURO

Atlantique, mais le mois de février enregistre pour le commerce extérieur de la France un déficit historique de 6,55 milliards d'euros. Ainsi, parce qu'elle est unique et que la zone euro n'est pas du tout homogène, la politique monétaire de la BCE a des effets pervers. On peut penser en particulier que dans un tel contexte d'hétérogénéité de la zone, le poids des dettes publiques et les problèmes de la zone euro en matière de compétitivité seraient moins difficiles à supporter si l'euro était plutôt sous-évalué (« l'euro doit représenter sur le marché international non la capacité allemande mais le potentiel du Portugal » -J.-L. Gréau, dans l'*Expansion* d'avril 2011). De surcroît, si la BCE élève ses taux directeurs, elle maintient malgré tout les mesures exceptionnelles en direction du système bancaire : « elle continue d'appuyer sur l'accélérateur côté banques alors qu'elle commence à appuyer sur le frein dans les autres secteurs. Le message, ici, peut se résumer simplement : l'économie va mieux que la finance. Les industriels de la zone euro ont d'ailleurs le moral au plus haut tandis que le crédit se traîne. Cette divergence ne saurait s'éterniser » (J.-M. Vittori, *Les Échos* des 8 et 9 avril). La critique de la décision de la BCE peut être également placée dans le cadre de l'actuelle « guerre des monnaies », en l'exprimant d'ailleurs de deux façons imagées : d'une part, la Banque centrale de la zone a le tort de « tirer la première », car elle n'est pas la plus pressée à éléver ses taux au vu des situations constatées ici et là, et d'autre part « elle rend les armes », parce qu'elle procure des avantages aux pays concurrents. D'autres experts relativisent cependant cette analyse en prétextant que la politique monétaire reste accommodante tant que son principal taux directeur reste en deçà du « taux neutre » défini comme le taux compatible avec la croissance et l'inflation moyennes de long terme, soit pour l'Europe aux alentours de 2,5% ou 3%. On parvient d'ailleurs à des niveaux similaires quand on applique la règle de Taylor. Autant dire que la décision de la BCE consiste à rendre la politique monétaire un peu moins accommodante plutôt qu'elle ne correspond au passage à une politique monétaire franchement restrictive. Nous pouvons quant à nous ajouter d'une part que toute décision de politique monétaire demande un assez long délai pour faire sentir ses effets sur l'économie réelle -entre un an et deux ans en général-, ce qui laisse quelque temps aux économies actuellement les plus malades de reprendre des forces ; et d'autre part que, d'après les modèles macroéconomiques, que ce soit celui de la BCE ou celui de l'OCDE, les variations du change semblent avoir relativement plus d'impact sur le PIB que celles des taux directeurs. Nous remarquons aussi que cette décision de hausse des taux directeurs intervient alors que l'augmentation de la masse monétaire M3 n'est tous ces mois-ci que de 2% environ, en rythme annuel.

En fin de deuxième semaine, les marchés financiers restent tout autant confiants que la semaine précédente, bien que le prix du baril et celui de l'or battent des records comme si des bulles spéculatives étaient en train de gonfler, que le Japon soit victime à nouveau de séismes importants (ce qui va amener ce pays à accroître ses importations de divers produits mais aussi diminuer ses investissements à l'étranger, et de manière plus générale, à renouer hélas avec la récession), et que les nouvelles des pays périphériques de la zone euro ne se soient pas améliorées, bien au contraire (la nécessité d'un sauvetage urgent du Portugal donne un peu plus de crédit à la théorie du complot ou tout au moins à celle des dominos à cause des « fonds-spéculatifs-anglo-saxons-qui-veulent-tuer-l'euro ») : +0,18% pour le CAC40 (à 4062 points), +0,52% pour le DAX30, +0,76% pour le Footsie, +0,03% pour le Dow Jones, -0,33% pour le Nasdaq et 0,61% pour le Nikkei. Suite à la décision de la BCE d'élèver ses taux directeurs, l'euro voit bel et bien sa cote progresser : 1,4484\$.

Entre le lundi 11 et le mercredi 13, le FMI exprime plusieurs analyses qui sont toutes teintées d'un optimisme très prudent : selon lui, les excellents résultats comptables des banques masquent d'inquiétantes fragilités, et spécialement en Europe : « 30% des banques européennes, représentant un cinquième des actifs bancaires totaux disposent d'un ratio de capital inférieur à 8% » (bulletin semestriel de stabilité financière), la croissance mondiale restera soutenue mais l'Europe sera toujours à la traîne et l'économie américaine va être de plus en plus handicapée par un déficit public et une dette publics importants (respectivement 11% et 110% du PIB), et les nouvelles normes de Bâle III ne lui semblent pas encore assez rigoureuses.

Le 12, dépôt à la Chambre des représentants du Congrès des États-Unis du projet de loi HR 1489 par Marcia Kaptur qui a, en substance, pour objet de revenir au Glass-Steagall Act, de 1933, mais abrogé en 1999 par le Gramm-Leach-Bliley Act, pour abroger précisément celui-ci, dans le but en particulier de séparer à nouveau les métiers bancaires. Mais le Président Obama préfère en rester à la « règle Volcker ».

Le jeudi 14, lors d'une réunion à Sanya sur l'île chinoise d'Hainan, les BRICs deviennent les BRICS puisque l'Afrique du Sud (South Africa) se joint au groupe des principaux pays émergents, lequel groupe veut être non seulement un outil de coopération économique mais aussi un véritable club politique, par delà les différences de tailles et de performances économiques. La Chine semble en avoir pris d'ores et déjà le leadership. Les BRICS représentent 42% de la population du monde et 18% de son PIB. La réunion est aussi l'occasion d'affirmer plusieurs points de convergence, qui

L'EURO

rejoignent d'ailleurs des propositions du G20 : nécessité de lutter contre la volatilité des prix de l'énergie et des produits agricoles, contre la spéculation financière par une meilleure supervision des produits dérivés, et pour la mise en place d'un SMI davantage multipolaire, avec un rôle plus important donné au DTS.

Le même jour, le ministre allemand de l'économie déclare plus ou moins ouvertement qu'il n'écarte pas la possibilité de voir la Grèce contrainte de restructurer sa dette - qui approche des 150% du PIB : aussitôt, les taux à 3 ans imposés à ce pays par les marchés frôlent 20% et le gouvernement grec annonce dès le lendemain, vendredi, un plan d'austérité supplémentaire... Ce vendredi se réunit à Washington les ministres de l'économie du G20 pour poursuivre le travail mené à Paris en février. Mais les décisions tardent à être prises sur les sujets délicats - choix des indicateurs pour apprécier et comparer les performances et les déséquilibres des différents pays, le contrôle des mouvements de capitaux, la stabilisation des prix des matières premières : on prolonge le temps des études et des analyses.

Pris de lucidité, les marchés financiers terminent tous la semaine sur des baisses : -2,15% pour le CAC40 (à 3974 points), -0,54% pour le DAX30, -0,99% pour le Footsie, -0,31% pour le Dow Jones, -0,57% pour le Nasdaq et -1,81% pour le Nikkei. L'euro cote 1,4430\$.

Le lundi 18, l'agence de notation S&P abaisse de « stable » à « négative » la perspective d'évolution de la dette souveraine américaine, ce qui signifie qu'elle pourrait dégrader prochainement la note des États-Unis, ce qui serait une décision historique à tous égards parce qu'elle nous ferait changer de monde, au moins en matière de finance internationale. La masse des bons du Trésor américains représente actuellement plus de 13500 milliards de dollars, qui sont détenus essentiellement par des étrangers, la Chine et le Japon arrivant en tête, presque ex aequo, et pesant ensemble plus de 13%. Pour que les États-Unis évitent la dégradation, il faut qu'ils consentent à se mettre eux aussi à la diète budgétaire, tout en maintenant leur politique monétaire accommodante pour ne pas tuer leur reprise économique. Le même jour, le taux à 10 ans imposé à l'État grec frôle les 14,5%, soit 4,4 fois plus que le taux allemand. Un tel taux d'intérêt a forcément un effet « boule-de-neige », d'où un taux de dette publique qui atteint maintenant 150% ; sans parler des effets dépressifs de la purge à laquelle la Grèce est contrainte. *Le Portugal et l'Irlande sont dans le même schéma, si bien que si la récession dans ces pays « périphériques » n'est pas au moins contrebancée par une expansion dans les pays du « centre », toute la zone en pâtit, avec un effet cumulatif allant jusqu'à remettre en cause notre modèle social et notre niveau de vie.*

Ces deux informations sont le symbole de la dimension que prend le problème des dettes publiques pour les économies occidentales, grandes et petites.

Malgré ces mauvaises nouvelles et parce que plusieurs grandes entreprises affichent de très bons résultats comptables et financiers pour le 1^{er} trimestre 2011, les Bourses terminent cette troisième semaine sur des gains : +1,19% pour le CAC40 (à 4022 points), +1,63% pour le DAX30, +0,37% pour le Footsie, +1,33% pour le Dow Jones, +2,01% pour le Nasdaq et +0,95% pour le Nikkei. L'euro cote 1,4561\$.

Les Bourses restent sur la même tendance haussière à la fin de la quatrième et dernière semaine du mois d'avril : +2,11% pour le CAC40 (à 4107 points), +3% pour le DAX30, +0,86% pour le Footsie, +2,44% pour le Dow Jones, +1,89% pour le Nasdaq et +1,73% pour le Nikkei.

Et l'euro enregistre une nouvelle hausse en cotant 1,4806\$ le vendredi. La première conférence de presse du président de la Fed le mercredi 27 n'a pas séduit les marchés : B. Bernanke a une fois de plus affirmé que « la Fed pense qu'un dollar fort et stable est dans l'intérêt à la fois de l'Amérique et de celui de l'économie mondiale », et le dollar a baissé tout au long de la deuxième moitié de la semaine...

Ces résultats des bourses mondiales, y compris européennes, masquent les difficultés encore grandes de la zone euro. La Grèce et le Portugal connaissent en cette fin de mois d'avril des taux de rendement de leurs obligations étatiques à 10 ans en nette augmentation et atteignant des records : 15,6% pour la première et 9,6 pour le second, alors que ceux de l'Allemagne et de la France en sont respectivement à 3,2 et 3,5. Encouragés qu'ils sont par les prises de position des agences de notation, les investisseurs, en particulier les « zinzins » qui sont à la recherche principalement de placements réguliers et sûrs, délaisSENT de plus en plus les marchés des dettes publiques des pays périphériques (les titres des dettes privées concurrencent maintenant ceux des dettes publiques de ces pays).

L'EURO

Heureusement que la BCE y supplée mais, ce faisant, non seulement elle utilise un procédé exceptionnel mais aussi elle alourdit son bilan avec des titres de qualité de plus en plus contestée.

• Mai 2011 ->

Le mardi 3, le Portugal signe avec le FMI et l'UE un plan d'aide sur 3 ans de 78 milliards d'euros contre l'engagement de réduire graduellement son déficit public au moyen de mesures d'austérité et de réformes structurelles.

À peine l'aide au Portugal est-elle décidée que la situation de la Grèce soulève à nouveau beaucoup d'inquiétude : une année après son propre sauvetage, les analyses montrent que ce pays ne sera pas en mesure de refaire appel aux marchés financiers mi 2012 comme prévu. Alors on entend à nouveau la question de savoir quelle solution mettre en œuvre : soit prévoir un second plan de sauvetage, soit s'engager dans la restructuration de la dette, soit que la Grèce abandonne l'euro. Lors d'une réunion informelle des ministres de l'économie de la France, de l'Allemagne, de l'Italie et de la Grèce le vendredi 6, les deux dernières solutions ont été exclues (ces ministres auraient d'ailleurs pu réfléchir également à la situation de l'Irlande dont la dette continue à grossir, et dont les autorités gouvernementales et monétaires sont de plus en plus inquiètes). La gravité de la situation de la Grèce sera en quelque sorte confirmée le lundi 9 par la baisse de deux crans (de BB- à B) de la note mise par l'agence S&P, qui estime que le rétablissement de la situation nécessiterait que les créanciers de l'État grec acceptent de renoncer à au moins la moitié de leurs créances.

Sur les quatre pays particulièrement vulnérables de la zone euro, considérés comme « périphériques » par opposition aux pays en meilleure santé, il faut les regrouper deux par deux en fonction de l'origine de leurs problèmes :

Le point commun de la Grèce et du Portugal est le problème de leurs finances publiques : leurs dettes publiques, en pourcentage du PIB avoisineront en 2011 respectivement 150% et 90%, en sachant que l'économie portugaise est très vulnérable et peu performante.

Le point commun de l'Irlande et de l'Espagne est au départ la double crise, immobilière et bancaire. Mais la chute des prix dans l'immobilier a été moins brutale en Espagne et sa dette publique est de 60%, alors que cette double crise est terrible en Irlande, ce qui conduit à une dette publique de 110% du PIB ; d'où la nécessité de l'aide internationale comme pour la Grèce et le Portugal.

Il faut malgré tout noter que ces trois pays « transfusés » et leurs dettes publiques ont un poids très limité dans la zone euro : Grèce = 2,5% du PIB de la zone euro et 4,2% de la dette de la zone ; Portugal = 1,9% du PIB et 1,8% de la dette ; Irlande = 1,7% du PIB et 2% de la dette.

Le jeudi 5 est marqué par deux faits qui pourraient être liés mais ils sont indépendants. D'une part, la BCE décide le statu quo pour ses taux. Et lors de sa conférence de presse, son Président ne fait aucune allusion à la « grande vigilance » par rapport à l'évolution des prix ; il se contente d'évoquer une « surveillance étroite », ce qui laisse penser que l'élévation des taux qui a eu lieu en mars devrait se poursuivre moins rapidement que prévu, d'où un affaiblissement relatif de l'euro (le durcissement de la politique monétaire européenne, par rapport à celles de la FED et de la BoE notamment, est l'un des aliments de l'appréciation de l'euro) : il passe sous 1,46\$. D'autre part, c'est en ce jeudi 5 mai que certains experts pensent pouvoir dater un certain retournement des prix de nombreuses matières premières, pétrole et ... or compris. Mais cela ne signifie pas que le « supercycle » des matières premières, commencé au milieu des années 2000, soit terminé pour autant ; surtout pour le pétrole dans la mesure où l'énergie nucléaire et le gaz de schiste sont très contestés.

Un troisième fait intervient le jeudi 5 mai qui mérite d'être mentionné : la Commission européenne envisage de réduire le nombre de pays qui bénéficient de la part de l'U.E. du régime de préférences commerciales, parce qu'elle considère que des pays comme le Brésil, l'inde, la Chine, l'Indonésie ou encore le Maroc sont devenus des pays à revenu intermédiaire.

La première semaine de ce mois de mai enregistre sur les marchés financiers des baisses après une longue période de hausse : -1,19% pour le CAC40 (à 4058 points), -0,30% pour le DAX30, -1,53% pour le Footsie, -1,34% pour le Dow Jones, -1,60% pour le Nasdaq et +0,10% pour le Nikkei. L'euro cote 1,4319\$.

En ce qui concerne la deuxième semaine, les marchés restent sur la tendance pleine d'hésitations de la semaine précédente parce qu'ils sont confrontés à des informations contradictoires sur les performances économiques mondiales : -0,97% pour le CAC40 (à 4019 points), -1,19% pour le

L'EURO

DAX30, -0,85% pour le Footsie, -0,34% pour le Dow Jones, +0,03% pour le Nasdaq et -2,13% pour le Nikkei.

L'euro cote 1,4117\$: il continue donc à baisser. Certains spécialistes prévoient que le redressement du dollar devrait se poursuivre parce qu'ils estiment que la monnaie américaine est sous-évaluée.

Le dimanche 15, D. Strauss-Kahn (Directeur général du FMI) est inculpé par la justice américaine pour « agression sexuelle, tentative de viol et séquestration ». Il se trouve donc empêché de participer à la réunion prévue à Bruxelles le lendemain, le lundi 16, pour traiter de la situation grecque dont l'aggravation nécessite au moins un nouveau sauvetage, estimé à 30 milliards d'euros (la dette prévue de la Grèce pour 2012 représenterait 166% de son PIB). La BCE fait le « forcing » pour éviter la solution de la restructuration mais l'efficacité du n^{ème} plan d'austérité que vient de décider le gouvernement grec et les réactions de la population ne sont pas à même de rassurer les marchés (en effet, la Grèce qui a déjà reçu au total une aide de 110 milliards d'euros, n'arrive toujours pas à obtenir l'équilibre budgétaire primaire –c'est-à-dire l'équilibre budgétaire abstraction faite des intérêts de sa dette). D'ailleurs, l'agence Fitch rétrograde la dette grecque de trois crans, à B+ !

Sur les marchés financiers, la troisième semaine garde la même couleur grisâtre qu'ont eue les deux semaines précédentes : -0,70% pour le CAC40 (à 3991 points), -1,84% pour le DAX30, +0,38% pour le Footsie, -0,66% pour le Dow Jones, -0,89% pour le Nasdaq et -0,43% pour le Nikkei. L'euro cote 1,4160\$.

Le Conseil européen du 17 adopte un programme de prêt de 78 milliards d'euros au Portugal, qui sera avalisé par le FMI le 20.

Le 21 mai, l'agence S&P menace de rétrograder la dette italienne en faisant passer sa perspective de « stable » à « négative », ce qui veut dire que selon cette agence de notation la dette italienne a 1 chance sur 3 d'être abaissée dans les 24 mois qui viennent. Cela démontre que la crise de la zone euro n'est pas terminée : l'euro se déprécie, et l'Italie et l'Espagne, ayant de plus en plus peur que les difficultés grecques ne les contaminent, sont encore plus pressantes que l'Allemagne pour que le gouvernement grec montre le maximum de rigueur.

Sur les marchés boursiers, la dernière semaine du mois de mai reste marquée par l'incertitude et les hésitations : -1% pour le CAC40 (à 3951 points), -1,42% pour le DAX30, -0,16% pour le Footsie, -0,56% pour le Dow Jones, -0,23% pour le Nasdaq et -0,89% pour le Nikkei. L'euro cote 1,4319\$ en la fin de cette semaine après avoir chuté à 1,3969\$ au début. Tous ces résultats négatifs résultent essentiellement du piètre spectacle que montrent les Européens face aux difficultés de la Grèce.

• Juin 2011 ->

La situation de la Grèce amène le Président de la BCE, J.-C. Trichet, à proposer en début de mois que les pays en difficulté qui ne parviennent pas à redresser suffisamment leurs comptes publics soient placés en quelque sorte sous la tutelle européenne pour que leurs politiques macroéconomiques (budgétaire et salariale en particulier) soient surveillées ; et même que les autorités européennes aient un droit de véto pour pouvoir s'opposer aux mesures économiques décidées par les gouvernements de tels pays. Il a même lancé l'idée de la création d'un ministère des finances pour toute la zone euro : « celui-ci ne gérerait pas nécessairement un important budget fédéral mais exercerait directement des responsabilités dans au moins trois domaines. Premièrement, la surveillance des politiques budgétaires et des politiques en matière de compétitivité. Deuxièmement, toutes les responsabilités assumées généralement par les gouvernements en ce qui concerne le secteur financier intégré de l'Union. Troisièmement, la représentation de la confédération de l'Union au sein des institutions financières internationales ».

Également au cours de cette première semaine, l'agence Moody's menace les États-Unis d'abaisser leur note si le plafond de la dette n'est pas relevé, et annonce qu'il abaisse celle de plusieurs banques grecques après avoir dégradé il y a quelques jours celle de la dette publique grecque de trois crans !

Sur les marchés boursiers, la première semaine se résume à une poursuite de la baisse des scores, alimentée par de grosses incertitudes non seulement sur la situation grecque mais aussi sur la conjoncture américaine qui montre des signes de ralentissement, spécialement dans le secteur manufacturier, ce qui se traduit dans le taux de chômage (9,1%), signes auxquels s'ajoute une poursuite inexorable de l'effondrement des prix dans l'immobilier (aurait-on donc bel et bien affaire à un scénario en « W » ?) : -1,53% pour le CAC40 (à 3891 points), -0,76% pour le DAX30, -0,44%

L'EURO

pour le Footsie, -2,33% pour le Dow Jones, -2,29% pour le Nasdaq et -0,31% pour le Nikkei. Et l'euro cote 1,4635\$. C'est plutôt le dollar qui baisse que l'euro qui monte, et cette appréciation de l'euro inquiète de plus en plus, au point que la chancelière allemande elle-même en craint les effets négatifs sur les exportations (notons que le déficit commercial français atteint des records historiques).

Le mardi 7 juin, la Commission européenne officialise ses recommandations macroéconomiques pour les 27 pays de l'UE, que le Conseil européen de la fin du mois devra adopter : elle donne donc, conformément à ce qui a été décidé en 2010, son point de vue sur les programmes de stabilités économique et financière annoncés en mai par les gouvernements des différents pays, et avant que leurs parlements n'entament les débats budgétaires. L'Allemagne est félicitée tandis que l'optimisme de la France est critiqué.

Le jeudi 9, lors de la réunion mensuelle du Conseil des gouverneurs, le Président de la BCE laisse à nouveau entendre qu'une nouvelle hausse des taux en juillet est fort probable puisqu'il exprime « sa forte vigilance » à l'égard des pressions inflationnistes qui « sont clairement à la hausse » et réaffirme qu' « il est très important que la hausse des prix ne se traduise pas par des effets de second tour sur les salaires, ce qui conduirait à des pressions inflationnistes encore plus larges ». Notons que le lundi 27, le chef économiste de la BCE, Jürgen Stark, déclarera que le taux actuel de 1,25% n'est plus approprié : la hausse des taux directeurs en juillet est donc fort probable. C'est également en cette fin de mois de juin que la BRI se déclare très inquiète de la montée au niveau mondial de l'inflation et de l'endettement à la fois privé et public. Et pour éviter une « nouvelle catastrophe », elle exhorte toutes les banques centrales à éléver leurs taux directeurs et tous les pays à assainir leurs finances publiques. Au cours de cette première quinzaine de juin, les autorités européennes réfléchissent activement sur la participation des banques commerciales au sauvetage de la Grèce et sur les modalités d'une telle participation : certes, il s'agit surtout de banques grecques mais également de banques allemandes et françaises (70% de la dette grecque sont détenus par 20 établissements bancaires : c'est presque une nouvelle illustration de la loi de Pareto...). Pour ces banques, spécialement les plus exposées, il s'agit d'un véritable dilemme : soit elles acceptent et cela peut leur coûter d'autant plus que la réussite du sauvetage n'est pas pour autant assurée, soit elles refusent et le risque de tout perdre peut être encore plus grand. Le fait que les banques grecques soient les plus exposées peut sembler normal mais en même temps cela complique la résolution de la crise.

Toujours à propos de la dette grecque, l'agence Standard & Poor's abaisse le lundi 12 la note grecque à long terme de trois crans à CCC, qui est le niveau le plus bas de tous les pays suivis par l'agence, puisque Grenade, la Jamaïque, le Pakistan et l'Équateur ont une notation à "B-". S&P juge que le risque de défaut de paiement dans les douze mois s'est encore accru ; et prévient même que tout "échange de titres" ou "allongement des maturités" constituerait "de facto un défaut". La note grecque n'est plus qu'à trois crans du "D", la note la plus basse attribuée par S&P. Malgré cette aggravation de la situation grecque, l'euro résiste bien et s'apprécie même non seulement face au dollar mais aussi face au yen ; la perspective d'une hausse des taux de la BCE en juillet l'emporte pour l'instant sur le jugement de S&P.

La deuxième semaine se termine sur les places financières par une poursuite de la dégradation : le CAC40 enregistre une baisse de 2,20%, la sixième semaine consécutive, pour retrouver grossièrement, avec 3805 points, son niveau de janvier. Toutes les autres places sont également dans le négatif, sauf celle du Japon : -0,55% pour le DAX30, -1,52% pour le Footsie, -1,64% pour le Dow Jones, -3,26% pour le Nasdaq et +0,23% pour le Nikkei. Ces mauvais scores démotivent les épargnants à faire des placements boursiers : on constate une nette diminution de la détention de valeurs mobilières et du nombre des petits porteurs.

L'euro cote 1,4347\$: les mauvaises nouvelles sur l'économie des États-Unis et sur leur dette publique pèsent plus lourd que celles sur la situation des finances publiques des pays « périphériques » européens.

Et la troisième semaine reste marquée par l'incertitude généralisée : +0,49% pour le CAC40 (à 3824 points), +1,33% pour le DAX30, -0,88% pour le Footsie, +0,44% pour le Dow Jones, -1,03% pour le Nasdaq et -1,31% pour le Nikkei. L'euro cote 1,4302\$.

La dernière semaine de ce mois de juin est particulièrement importante, et pour trois raisons.

L'EURO

• D'abord, parce que la crise grecque atteint un paroxysme au point que la possible faillite de l'État grec est maintenant comparée à celle qu'a connue Lehman Brothers en 2008 quant aux effets qu'elle aurait sur l'économie mondiale. Le Conseil européen des 23 et 24 est entièrement consacré à la mise au point du sauvetage, contre un nouveau plan d'austérité, accepté par la « troïka » (Commission, BCE et FMI), mais qui va être fermement discuté au Parlement grec et sans aucun doute très contesté par la population. *La BCE continue à refuser d'envisager une restructuration de la dette publique grecque ; sous prétexte que la Grèce connaît une crise de liquidité et non de solvabilité. En réalité, la Grèce est bien devenue insolvable à cause de l'aggravation continue de sa situation économique et financière. Mais, en dehors du fait que la restructuration de la dette grecque est peut-être une condition nécessaire au redressement de l'économie mais pas une condition suffisante, tant sa compétitivité est faible, une restructuration de la dette grecque présente deux risques selon la BCE, d'où sa position qui peut a priori apparaître comme inadaptée : un risque systémique (diffusion de la crise à d'autres pays avec déstabilisation de l'ensemble de la zone parce que les investisseurs internationaux ne veulent plus placer dans les pays en difficulté et les épargnants domestiques délocalisent leur propre épargne, si bien que ne restent que les capitaux publics pour financer les économies – l'agence de notation Moody's abaissera quelques jours plus tard la note du Portugal de Baa1 à Ba2, avec perspective négative) et un risque important de perte financière de la BCE dans la mesure où elle est directement exposée pour des sommes importantes, ce qui nécessiterait une forte recapitalisation, avec des conséquences négatives sur sa crédibilité chèrement acquise. Pour conjurer ce double risque, il faut mettre en commun les dettes publiques des États membres, autrement dit, créer une dette souveraine commune, avec une garantie conjointe et solidaire. Résumons, en tenant compte également de ce qui a déjà été écrit plus haut et à plusieurs reprises : la viabilité d'une monnaie unique nécessite qu'il y ait fédéralisme budgétaire et dette souveraine commune, et aussi élargissement des objectifs et assouplissement des pratiques de la BCE. Mais tout cela implique une évolution de la position allemande et une révision profonde du Traité de Lisbonne ainsi que des statuts de la Banque centrale.*

• Ensuite, parce que le Conseil européen approuve la nomination de Mario Draghi pour succéder en novembre à J.-C. Trichet à la tête de la BCE.

• Enfin, parce que les économies américaine et européenne ne vont pas bien (affaiblissement de l'activité, maintien de l'inflation à des niveaux élevés et finances publiques mal maîtrisées), et que la crise grecque fait peser des risques de plus en plus graves sur les banques, les places financières européennes enregistrent à nouveau des baisses sur cette semaine : -1,02% pour le CAC40 (à 3785 points), -0,60% pour le DAX30, -0,30% pour le Footsie, -0,58% pour le Dow Jones, +1,39% pour le Nasdaq, +3,50% pour le Nikkei. L'euro cote 1,4189\$.

Le mardi 28, la ministre française de l'économie Christine Lagarde est nommée Directrice générale du F.M.I. Elle est remplacée à Bercy par F. Baroin, lui-même remplacé comme ministre du budget par V. Pécresse.

La première déclaration officielle de la nouvelle Directrice du FMI concerne la Grèce : elle lance un appel pour une « entente nationale », dans la mesure où l'opposition parlementaire risque de mettre en échec l'adoption du nouveau plan de rigueur gouvernemental et où la rue manifeste toujours avec beaucoup de véhémence contre l'austérité. Le mercredi 29 juin, le Parlement grec adopte à une courte majorité le nouveau plan d'austérité et la « place des larmes » est bombardée de gaz lacrymogènes. Si l'adoption de ce nouveau plan renforce la protestation du peuple grec, elle soulage les marchés financiers qui l'accueillent par des hausses sensibles de leurs indices en fin de semaine : +5,88% pour le CAC40 (à 4007 points), +4,19% pour le DAX30, +5,13% pour le Footsie, +5,43% pour le Dow Jones, +6,15% pour le Nasdaq et +1,96% pour le Nikkei.

L'euro cote 1,4526\$.

• Juillet 2011 ->

En début de mois, branle-bas de combat en Allemagne : des universitaires et un député conservateur entament une action devant la Cour constitutionnelle pour contester la légalité des décisions de leur gouvernement en ce qui concerne la participation de l'Allemagne d'une part au FESF-MESF et d'autre part au plan d'aide d'urgence à la Grèce. Si la Cour se prononçait pour l'illégalité de ces dispositifs, cela mettrait très gravement en péril la survie de la zone euro tout entière. Heureusement pour la Grèce et pour la zone euro, la Cour constitutionnelle rejette le mercredi 7 septembre la plainte pour illégalité du plan d'aide ; mais elle décidera aussi l'élargissement du droit de regard du Parlement sur ce type de questions.

Mardi 5, l'agence de notation Moody's abaisse à nouveau sa note pour la dette publique portugaise (plus de 100 % du PIB) en reléguant celle-ci dans la catégorie des obligations « pourries » (Ba2).

L'EURO

Jeudi 7, conformément aux attentes, la BCE élève d'un quart de point ses taux directeurs. Le taux principal de refinancement est donc de 1,50%. Bien que la croissance soit atone en Europe et que les tensions sur les prix soient dues à de l'inflation importée, la BCE juge que sa politique monétaire reste « accommodante ».

La fin de la première semaine de juillet est marquée sur les marchés financiers spécialement européens par le climat de défiance que créent non seulement la décision de Moody's mais aussi la cacophonie des positions qu'adoptent les pays de la zone euro face à la crise grecque, cacophonie qui augmente les risques de contagion de la crise souveraine : -2,34% pour le CAC40 (à 3913 points), -0,23% pour le DAX30, +0,01% pour le Footsie, +0,59% pour le Dow Jones, +1,55% pour le Nasdaq et +2,73% pour le Nikkei. L'euro cote 1,4264\$. *Les divergences entre les responsables des États membres de la zone euro sont une cause importante de l'instabilité des marchés et de la mise en cause de la survie de l'euro : apparaît en effet toujours, face à la situation des « PIGS », une coupure entre ceux que l'on pourrait appeler les « pays faucons » dont font partie l'Allemagne, les Pays-Bas et la Finlande, et les « pays colombes », avec la France, l'Autriche et la Belgique.* Le point principal d'achoppement concerne la participation des banques commerciales au sauvetage des PIGS, donc d'un défaut partiel. Sur ce point, la BCE est proche des positions des « colombes » : « événement de crédit, défaut partiel, défaut, on dit non » martèle J.-C. Trichet.

Dès le début de la deuxième semaine s'amplifie le risque de contagion de la crise grecque au Portugal, à l'Espagne et surtout à l'Italie, dont la situation est compliquée par les difficultés rencontrées par « Il Cavaliere ». Nous avons écrit bien plus haut que le « I » dans l'expression pouvait aussi bien signifier Italie qu'Irlande : la situation actuelle confirme pleinement cela. D'ailleurs, on pourrait maintenant écrire : « PIIGS ». L'Eurogroupe se réunit le lundi 11 mais les participants ne parviennent pas à se mettre d'accord sur les modalités concrètes du second plan d'urgence en faveur de la Grèce. « Les pays membres de l'Union monétaire se sont affrontés comme jamais », écrit le journal Le Monde. Ces divergences et ces hésitations en rajoutent à la confusion et encouragent les opérations spéculatives menées par les opérateurs des marchés et confortent les jugements négatifs des agences de notation alors que la réunion avait précisément pour but de stabiliser la situation : Le Monde titre « Bourses plombées, taux records, chute de l'euro... les marchés gagnés par la panique ». Comme le titre ailleurs à juste titre le quotidien dans sa même édition du 13/7/2011 : « ces gamins qui nous gouvernent »... Mais aussi, comme on peut le lire dans un document hebdomadaire du Crédit Agricole (Perspectives Hebdo du 11-15 juillet), « si on peut reprocher aux Européens d'étaler sur la place publique leurs dissensions internes, on ne peut les incriminer de vouloir prendre leur temps. La recette qui sera appliquée à la Grèce ayant valeur d'exemple, il convient de bien soupeser le pour et le contre de chaque option pour trouver un dosage idéal entre faisabilité (avec ou sans défaut), équité (partage public-privé) et efficacité (allégements des dettes), le but ultime étant de boucher tous les points d'entrée des phénomènes de contagion entre États et vers le système bancaire ». Entre temps, le 12 juillet, l'agence Moody's dégrade la note de l'Irlande de Baa3 à Ba1, qui est le plus mauvais grade dans la catégorie spéculative et qui signifie concrètement que l'agence de notation estime qu'un nouveau plan de sauvetage est nécessaire. Notons à propos de cette agence qu'elle annoncera le lendemain, donc mercredi 13 qu'elle place « sous surveillance la note Aaa attribuée aux obligations de l'État fédéral américain en vue d'un éventuel abaissement, étant donné la probabilité croissante que le plafond légal de la dette ne soit pas relevé dans les temps ». Ce plafond légal, de 14 280 milliards de dollars, est quasiment dépassé depuis mai. Il y a une véritable guerre de nerf entre les conservateurs qui veulent que l'on diminue drastiquement les dépenses publiques et les démocrates qui demandent des augmentations d'impôts pour les plus riches mais il reste qu'il est impératif que le Congrès accepte de relever le plafond avant le 2 août, date retenue par le Trésor. La position de Moody's est à mettre en relation avec celle qu'avait prise S&P le 18 avril (voir à cette date) ; pour donner des ordres de grandeur faciles à retenir, le déficit public américain représente actuellement 10% du PIB et la dette publique près de 100%. Et ce même mercredi 13, c'est l'agence Fitch qui dégrade de 3 crans la note de la dette grecque en la faisant passer de B+ à CCC en critiquant d'ailleurs moins la Grèce qui fait incontestablement des efforts financiers que ses partenaires européens qui se montrent incapables de trouver un terrain d'entente.

Notons que le 11 juillet se produisent des explosions mystérieuses sur l'île de Chypre : cela entraîne une forte déstabilisation politique et économique, au point que Chypre risque d'être elle aussi confrontée à une crise de la dette.

L'EURO

Par conséquent, deux faits assombrissent gravement l'avenir de la zone euro : cette impuissance des responsables politiques européens à avoir la réactivité nécessaire et l'action devant la Cour constitutionnelle allemande pour contester la légalité des décisions du gouvernement. Et s'en ajoute un troisième, également lourd de conséquences négatives possibles : la BCE craint de plus en plus que ses actions de sauvetage des pays en difficulté, spécialement celles qui l'amènent à fournir des liquidités contre des titres publics de moins en moins bien notés, puissent faire l'objet de contestations devant la Cour de justice européenne dans la mesure où ces actions sont de plus en plus contestables au regard de ses statuts et des règles internes qu'elle s'est elle-même fixées (voir plus loin sur le refinancement).

Au moment où, dans le cadre de Rencontres de Pétrarque qui se déroulent à Montpellier à l'occasion du Festival de Radio France Montpellier Languedoc-Roussillon, est discuté du thème « le peuple a-t-il un avenir ? », on peut dès à présent considérer que ce sont les peuples européens qui sont les grandes victimes de la crise de la zone euro et de l'incurie des responsables politiques, et ils sont victimes d'une double peine : en tant que contribuables et en tant qu'individus. En tant que contribuables, ils ont déjà participé au premier sauvetage de la Grèce, avant la création du FESF, et ils pourraient être à nouveau directement sollicités pour financer le FESF si leur État devait concrétiser ses garanties –garanties des obligations que le FESF émet sur les marchés financiers, obligations notées AAA pour l'instant parce qu'elles bénéficient précisément des garanties de pays tels que la France et l'Allemagne ; et ils le seront de toute façon à terme dans la mesure où ces garanties données augmentent la dette publique au sens de Maastricht (la dette du FESF est rattachée comptablement à chaque État pour la part qu'il garantit). En tant qu'individus, ils font les frais d'une politique antisociale sous le couvert d'une austérité indispensable. C'est le sentiment de profonde injustice suscité par cette double peine qui nourrit les divers populismes qui se développent au travers de toute l'Europe. Car, comme l'a dit Pierre Rosanvallon dans sa conférence inaugurale des Rencontres de Pétrarque, c'est la critique des dysfonctionnements de l'État-providence et la contestation des modalités de la redistribution qui structurent tous les populismes. Cette importante réflexion rejoint à la fois le thème central du livre qu'ont écrit Patrcik Artus et Marie-Paule Virard : « pourquoi il faut partager les revenus » (La Découverte, mai 2010) et l'une des conclusions de la forte argumentation développée par J.-P. Fitoussi dans Le Monde du 21 juillet. Dans leur livre, P. Artus et M.-P. Virard considèrent que « la question du partage du revenu est plus que jamais un enjeu majeur, politique et social, mais aussi économique : sa déformation ancienne et continue au détriment des salariés constitue non seulement une source de stress et de tensions défavorables à la croissance de long terme, mais surtout une source d'inefficacité économique qui pèse et pèsera sur le niveau de croissance potentielle. Une politique de l'offre, aussi efficace soit-elle, ne sert en effet à rien dans un environnement où la demande devient de plus en plus étique. Or c'est bien ce que l'on observe depuis la crise de 2007-2009 dans la plupart des pays développés, où la combinaison du coup d'arrêt donné à l'endettement des ménages et des entreprises, de la modestie des revenus du travail et de la peur de l'avenir compose un cocktail mortifère pour l'économie mondiale ». Pour infléchir le partage de la valeur ajoutée en faveur des revenus qui sont dépensés, c'est-à-dire ceux du travail, la fiscalité est pour les deux auteurs un instrument essentiel : « une fiscalité adaptée à cette situation est donc une pression fiscale plus faible sur les salaires (par exemple par une baisse des cotisations sociales), compensée par une hausse de la pression fiscale sur les revenus du capital, qui est sans danger puisque l'épargne est excessive ». La baisse des cotisations sociales que proposent P. Artus et M.-P. Virard nous semblent d'autant plus souhaitable qu'elle participerait à la diminution du coût du travail qui est anormalement élevé dans de nombreux pays européens, comparé non seulement aux pays émergents mais aussi aux pays anglo-saxons. Cette diminution du coût du travail permettrait non seulement une amélioration de notre compétitivité-coût mais aussi une réduction de la fraude fiscale et sociale, fraude qui est massive en Grèce, qui est également importante en Italie, et non négligeable en France (ce qui a fait dire en substance à P. Rosanvallon que le peuple grec récolte un peu aujourd'hui ce qu'il a semé). Quant à J.-P. Fitoussi, il associe lui aussi la crise à une contestation de la redistribution, et plus généralement à la profonde contradiction qu'il y a entre les exigences de solidarité de l'UE et la (soi-disante) vertu de la rigueur budgétaire : « ce qui se présentait sous les atours de la vertu –revenir à un niveau d'endettement public soutenable- apparaît pour ce qu'il est : un égoïsme de nantis (...) Les responsables de la zone euro jouent ainsi avec le feu et risquent de précipiter l'Europe, et même le monde, dans une nouvelle crise majeure que leurs populations déjà éprouvées pourraient ne pas supporter. Le déséquilibre de la construction européenne que j'ai maintes fois souligné conduit à une politique de l'impuissance, qui, sous prétexte de responsabilités nationales, organise l'irresponsabilité européenne ».

Le vendredi 15 tombent les résultats de « stress tests » appliqués à 90 banques européennes, soit environ 65% des actifs bancaires européens : ils sont globalement plutôt positifs, ce qui rassure un peu les marchés. Seulement un peu car leurs inquiétudes sur le sort de la Grèce et sur le risque de contagion restent très fortes : sur les places financières, le lundi 18 est une journée noire. Le CAC40 atteint son plus bas historique de l'année (à 3650 points), ce qui, en cumulé, lui fait perdre plus de 22% depuis début 2007. Et, symétriquement, l'or atteint des sommets : plus de 1600 \$ l'once !

Le jeudi 21 est une date importante pour l'avenir non seulement de la Grèce mais aussi pour toute la zone euro, et peut-être même au-delà. En effet, c'est ce jour-là que se réunit à Bruxelles le Conseil de

L'EURO

l'Union européenne (notons que le Président français et la chancelière allemande, rejoints in extremis par le Président de la BCE, se sont rencontrés la veille pendant 7 heures pour préparer ce sommet).

Voici le texte de la déclaration des chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro et des institutions de l'UE, et en présence de Christine Lagarde, nouvelle Directrice générale du FMI (c'est nous qui soulignons certaines expressions) :

« Nous réaffirmons notre attachement à l'euro et sommes résolus à faire tout ce qui est nécessaire pour assurer la stabilité financière de la zone euro dans son ensemble et celle de ses États membres. Nous réaffirmons également notre détermination à renforcer la convergence, la compétitivité et la gouvernance dans la zone euro. Depuis le début de la crise de la dette souveraine, des mesures importantes ont été prises pour stabiliser la zone euro, réformer les règles et élaborer de nouveaux outils de stabilisation. Dans la zone euro, la reprise est en bonne voie et l'euro repose sur des fondamentaux économiques solides. Mais les difficultés auxquelles nous sommes confrontés ont montré que des mesures plus ambitieuses s'imposent.

Aujourd'hui, nous sommes convenus de prendre les mesures suivantes :

Grèce:

1. Nous nous félicitons des mesures prises par le gouvernement grec pour stabiliser ses finances publiques et réformer son économie, ainsi que du nouveau train de mesures, y compris de privatisation, récemment adopté par le parlement grec. Ces mesures constituent des efforts sans précédent, mais qui sont nécessaires pour que l'économie grecque retrouve la voie d'une croissance durable. Nous sommes conscients des efforts que les mesures d'ajustement entraînent pour les citoyens grecs, et nous sommes convaincus que ces sacrifices sont indispensables pour la reprise économique et qu'ils contribueront à la stabilité et à la prospérité futures du pays.

2. Nous convenons de soutenir un nouveau programme pour la Grèce et, avec le FMI et la contribution volontaire du secteur privé, de couvrir intégralement le déficit de financement. Le financement public total s'élèvera à un montant estimé à 109 milliards d'euros. Ce programme visera, notamment grâce à une réduction des taux d'intérêt et à un allongement des délais de remboursement, à ramener l'endettement à un niveau bien plus supportable et à améliorer le profil de refinancement de la Grèce. Nous appelons le FMI à continuer de contribuer au financement du nouveau programme pour la Grèce. Nous avons l'intention d'utiliser le FESF en tant qu'instrument de financement pour le prochain décaissement. Nous suivrons avec beaucoup d'attention la mise en œuvre rigoureuse du programme sur la base d'une évaluation régulière effectuée par la Commission en liaison avec la BCE et le FMI.

3. Nous avons décidé d'allonger dans toute la mesure du possible le délai de remboursement des futurs prêts consentis par le FESF à la Grèce en le portant des 7,5 années actuelles à un minimum de 15 ans et jusqu'à 30 ans avec un délai de grâce de 10 ans. À cet égard, nous assurerons une surveillance adéquate après la fin du programme. Dans le cadre du FESF, nous accorderons des prêts à des taux d'intérêt équivalents à ceux prévus par le mécanisme de soutien à la balance des paiements (environ 3,5 % actuellement), proches du coût de financement du FESF, sans descendre en dessous. Nous avons également décidé de repousser sensiblement les échéances de la facilité existante mise en place pour la Grèce. Cela s'accompagnera d'un mécanisme prévoyant des incitations appropriées en faveur de la mise en œuvre du programme.

4. Nous préconisons l'adoption d'une stratégie globale pour la croissance et l'investissement en Grèce. Nous saluons la décision de la Commission de créer un groupe de travail qui collaborera avec les autorités grecques pour canaliser les fonds structurels vers la compétitivité et la croissance, la création d'emplois et la formation. Nous mobiliserons des fonds et des institutions de l'UE, comme la BEI, vers cet objectif et relancerons l'économie grecque. Les États membres et la Commission mobiliseront immédiatement toutes les ressources nécessaires pour apporter une assistance technique exceptionnelle en vue d'aider la Grèce à mettre en œuvre ses réformes. La Commission fera rapport en octobre sur les progrès accomplis à cet égard.

5. Le secteur financier a indiqué qu'il était prêt à soutenir la Grèce sur une base volontaire en recourant à différentes possibilités permettant de renforcer encore la viabilité globale. La contribution nette du secteur privé est estimée à 37 milliards d'euros.

En prenant en compte le coût du rehaussement de crédit pour la période 2011-2014. De plus, un programme de rachat de la dette contribuera à hauteur de 12,6 milliards d'euros, portant le total à 50 milliards d'euros. Pour la période 2011-2019, la contribution nette totale de la participation du secteur privé est estimée à 106 milliards d'euros.

Un rehaussement de crédit sera fourni pour étayer la qualité de la garantie, afin d'en permettre l'utilisation continue pour que les banques grecques puissent accéder aux opérations de liquidités de l'Eurosystème. Nous fournirons des ressources appropriées pour recapitaliser les banques grecques si nécessaire.

Participation du secteur privé :

6. Pour ce qui est de notre approche générale à l'égard de la participation du secteur privé dans la zone euro, nous tenons à préciser que la Grèce appelle une solution exceptionnelle et bien spécifique.

7. Tous les autres pays de la zone euro réaffirment solennellement qu'ils sont fermement déterminés à honorer pleinement leur propre signature souveraine et tous les engagements qu'ils ont pris en matière de viabilité des finances publiques et de réformes structurelles durables. Les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro appuient sans réserve cette volonté, la crédibilité de toutes leurs signatures souveraines étant un élément déterminant pour assurer la stabilité financière de l'ensemble de la zone euro.

Outils de stabilisation :

8. Afin d'améliorer l'efficacité du FESF et du MES et de faire face au risque de contagion, nous décidons d'augmenter leur souplesse, assortie de conditions appropriées, pour leur permettre :

L'EURO

- d'intervenir sur la base d'un programme établi à titre de précaution ;
- de financer la recapitalisation des établissements financiers par des prêts aux gouvernements, y compris dans les pays ne bénéficiant pas d'un programme ;
- d'intervenir sur les marchés secondaires sur la base d'une analyse de la BCE constatant l'existence d'une situation exceptionnelle sur les marchés financiers et de risques pour la stabilité financière et sur la base d'une décision prise d'un commun accord par les États participant au FESF/MES, afin d'éviter la contagion.

Nous mettrons en place les procédures nécessaires pour la mise en œuvre de ces décisions le plus rapidement possible.

9. Le cas échéant, un contrat de garantie sera mis en place de façon à couvrir le risque résultant, pour les États membres de la zone euro, des garanties qu'ils auront fournies au FESF.

Assainissement budgétaire et croissance dans la zone euro :

10. Nous sommes déterminés à continuer à apporter un soutien aux pays bénéficiant d'un programme jusqu'à ce qu'ils puissent accéder à nouveau au marché, à condition qu'ils mettent en œuvre ces programmes avec succès. Nous nous félicitons de la détermination de l'Irlande et du Portugal à mettre en œuvre leurs programmes de manière rigoureuse et réaffirmons notre ferme volonté de voir aboutir ces programmes. Les taux et les délais de remboursement de prêt que nous avons arrêtés pour la Grèce dans le cadre du FESF seront appliqués également au Portugal et à l'Irlande. Dans ce contexte, nous notons que l'Irlande est disposée à participer de manière constructive aux discussions sur le projet de directive sur l'assiette commune consolidée pour l'impôt sur les sociétés (ACCIS) et aux discussions structurées sur les questions de politique fiscale dans le cadre du Pacte pour l'euro plus.

11. Tous les États membres de la zone euro respecteront à la lettre les objectifs budgétaires fixés, amélioreront la compétitivité et remédieront aux déséquilibres macroéconomiques. Les déficits publics dans tous les pays, à l'exception de ceux bénéficiant d'un programme, seront ramenés sous le seuil de 3 % d'ici 2013 au plus tard. Dans ce contexte, nous nous félicitons du train de mesures budgétaires présenté récemment par le gouvernement italien, qui permettra de ramener le déficit sous le seuil des 3 % en 2012 et d'équilibrer le budget en 2014. Nous saluons également les réformes ambitieuses entreprises par l'Espagne sur les plans budgétaire, financier et structurel. Pour donner suite aux résultats des tests de résistance des banques, les États membres fourniront à celles-ci, le cas échéant, des filets de sécurité.

12. Nous mettrons en œuvre les recommandations adoptées en juin en ce qui concerne les réformes qui favoriseront notre croissance. Nous invitons la Commission et la BEI à développer les synergies entre les programmes de prêts et les fonds de l'UE dans tous les pays bénéficiant d'une assistance de l'UE/du FMI. Nous appuyons tous les efforts déployés par ces pays pour améliorer leur capacité à absorber les fonds de l'UE afin de stimuler la croissance et l'emploi, notamment par une augmentation temporaire des taux de cofinancement.

Gouvernance économique :

13. Nous appelons à la mise au point rapide du paquet législatif sur le renforcement du Pacte de stabilité et de croissance et sur la nouvelle surveillance macroéconomique. Les membres de la zone euro appuieront sans réserve la présidence polonaise afin de parvenir à un accord avec le Parlement européen sur l'adoption de règles de vote dans le volet "prévention" du pacte.

14. Nous nous engageons à mettre en place, d'ici la fin 2012, des cadres budgétaires nationaux, comme prévu dans la directive relative aux cadres budgétaires.

15. Nous convenons qu'il y a lieu de réduire la dépendance à l'égard des notations de crédit externes dans le cadre réglementaire de l'UE, en tenant compte des récentes propositions de la Commission dans ce sens, et nous attendons avec intérêt les propositions de la Commission sur les agences de notation.

16. Nous invitons le président du Conseil européen, en concertation étroite avec le président de la Commission et le président de l'Eurogroupe, à présenter d'ici le mois d'octobre des propositions concrètes sur la manière d'améliorer les méthodes de travail et de renforcer la gestion des crises dans la zone euro ».

Les conclusions de ce Sommet « historique », « de la dernière chance », appellent de notre part les huit commentaires suivants :

- *La zone euro est sauvée dans l'immédiat. D'ailleurs les marchés sont eux-mêmes rassurés dans l'instant parce qu'ils doutaient de plus en plus d'un accord entre les responsables politiques et financiers européens. Mais, « comme d'habitude » maintenant dans ce capitalisme de marchés financiers globalisés, les États sont trop dépendants de l'idéologie des marchés et des agences de notation. Alors que, normalement, les États et les marchés ne devraient pas raisonner seulement à court terme, les premiers imposent aux seconds leur vision économique court-termiste. Les investisseurs sont comme les adolescents : ils veulent tout et tout de suite. Ce qui amène fatalement à des comportements qui peuvent être suicidaires et/ou meurtriers : ainsi, quand les États mettent en place des programmes de rigueur, les marchés craignent un ralentissement de la croissance et quand les États soutiennent au contraire la croissance, les marchés crient haro sur les déficits publics. Alors qu'en raisonnant sur le moyen et long terme, le soutien de la croissance par des mesures à la fois conjoncturelles et structurelles, doit permettre à terme de réduire les déficits et donc les dettes, publiques et privées. C'est d'ailleurs l'idée que défend de son côté le Prix Nobel Joseph Stiglitz dans Le Monde du 7 août 2011, idée déjà exprimée dans Le Monde du 25 mai cité plus haut, qui craint que la crise ne dure à cause de la longue léthargie dans laquelle sont plongées nos économies.*

Une preuve supplémentaire de la « tyrannie » des marchés sera l'augmentation des taux qu'ils imposeront dès le mardi 26 à l'Espagne et à l'Italie : malgré le plan de sauvetage de la Grèce, les marchés n'écartent pas complètement le risque de contagion.

L'EURO

- *Les décisions prises lors du Sommet doivent être votées par les Parlements. Il sera donc difficile qu'elles soient opérationnelles avant octobre. Il peut d'ici là couler beaucoup d'eau sous les ponts des marchés financiers...*
- *« Comme d'habitude » aussi, la crise grecque qui est devenue la crise de la zone euro est traitée quand il y a le feu dans la maison : alors, pour les pompiers, l'impossible hier est devenu indispensable aujourd'hui. Les dirigeants européens portent une lourde responsabilité dans le gonflement de la crise grecque au cours de tous ces mois derniers. La cacophonie entre eux a eu un impact détestable. Pour tenter d'y remédier, il serait question de donner officiellement davantage de responsabilités et de moyens au Président du Conseil européen dans la gouvernance de la zone euro.*
- *L'avenir de la Grèce s'éclaircit quelque peu puisqu'elle bénéficie d'une remise de dette, qu'elle aura moins à payer pour ses prochains emprunts et qu'elle aura davantage de temps pour le faire.*
- *Cet accord est bien entendu un compromis, tant les positions des uns et des autres étaient éloignées au départ. Ainsi, les Français et la BCE consentent aux Allemands une participation des banques (qui, à titre volontaire, sont priées d'échanger une partie de leurs titres grecs actuels contre d'autres titres, moins avantageux, contre l'assurance d'être remboursées grâce à la garantie du FESF), ce qui équivaut à un défaut de paiement, certes « sélectif » et « technique », mais qui correspond malgré tout à « un événement de crédit » tant redouté par la BCE pour le risque d'effet « Lehmann-Brothers » que cela pourrait avoir. Les Allemands consentent aux Français le renforcement du rôle du FESF ; celui-ci pourra notamment racheter de la dette publique, non seulement grecque mais aussi portugaise et espagnole, alors que jusqu'ici seule la BCE pouvait le faire : cela la libère un peu de cette responsabilité qui la place à la limite de ses statuts. De plus, les Français et les Allemands consentent à la BCE que le plan mis au point ne vaut que pour la Grèce, qu'aucun autre État ne pourra être déclaré en défaut ; sa propre crédibilité sera défendue aussi par le fait que le FESF pourra la seconder pour racheter des créances douteuses. Mais d'un autre côté, la BCE consent à reconnaître la possibilité de défaut d'un État membre. Quant aux banques, elles consentent à participer au sauvetage : le coût d'un échec de ce nouveau plan leur aurait coûté bien davantage parce qu'elles sont les institutions les plus exposées à la dette publique grecque ; et elles ne subiront pas la taxation dont on les avait menacées.*
- *À propos de la participation du secteur privé au sauvetage de l'État grec, on peut accepter le point de vue qu'exprime Harald Hau dans Le Monde du 16 août 2011 : « Les responsables politiques souffrent d'un double handicap dans leurs négociations avec le secteur privé : pour commencer, en raison de compétences insuffisantes et d'informations lacunaires (...) Ensuite, il ne faut pas non plus sous-estimer le lobbying des banques, qui dissuade un grand nombre de responsables politiques de prendre des risques qui soient favorables au contribuable. (...) L'incapacité du politique à agir sur le secteur privé s'explique également par le fractionnement du pouvoir politique en une multitude d'États ».*
- *Quand le premier plan de sauvetage de la Grèce avait été décidé, il était entendu que cela suffirait pour enrayer la crise... En réalité, il n'en fut rien car le temps donné à la Grèce pour dégager un solde primaire positif était trop court. Avec ce nouveau plan, on donne à ce pays davantage de temps, ce qui va permettre d'une part à l'État grec de lancer dans les meilleures conditions possibles son plan de privatisations et d'autre part aux banques grecques de reprendre progressivement leur activité de financement de l'économie.*
- *Comme cela a été expliqué un peu plus haut, si ce plan ne va pas agraver le déficit de la France, il va cependant alourdir sa dette du montant de la garantie assurée : de 15 milliards d'euros d'ici 2014.*

Dans un entretien donné au journal Le Monde (23 juillet), Kenneth Rogoff considère qu'avec ce plan « il n'y a que des mesures qui permettent, à nouveau, de gagner du temps, quelques semaines face aux marchés. Il manque toujours la solution radicale, déterminante. Les dirigeants européens n'ont pas évoqué clairement le dispositif concernant le Portugal ou l'Irlande. Jusqu'où peut-on soutenir l'Italie ? Quel est l'avenir de l'euro ? Va-t-on créer une union fiscale ? Toutes ces questions sont sans réponse. Ce qui a été dit et fait n'est qu'un pas de plus, le minimum pour éviter un effondrement imminent ».

Au cours de la semaine qui suit ce sommet, les indices boursiers enregistrent les mouvements suivants : -5,90% pour le CAC40, -5,32% pour le DAX30, -2,55% pour le Footsie, -3,78% pour le Dow Jones, -1,45% pour le Nasdaq et -2,51% pour le Nikkei. L'euro est orienté lui aussi à la baisse et cote aux environs de 1,4250\$.

Dans la nuit du dimanche 31 juillet au 1^{er} août, donc in extremis, un accord est enfin annoncé à Washington entre les Républicains (dont les membres ultraconservateurs du « tea party ») et les Démocrates pour remonter le plafond de la dette publique, de 2100 milliards de dollars, avec à la clé une programmation de réductions des dépenses publiques (les dépenses de sécurité sociale et de « Medicare » ne devraient pas être touchées) ; mais aucune augmentation d'impôts n'est admise). Cet

L'EURO

accord sera entériné le lundi 1^{er} août par la Chambre des Représentants et le mardi 2 août par le Sénat. Dans le domaine de l'efficacité économique, ces mesures laissent les marchés inquiets (sera-t-il suffisant pour éviter le déclassement de la dette américaine ?) et les experts sceptiques (ne va-t-il pas aggraver l'atonie de la croissance et le chômage ?). Dans le domaine de la justice sociale, ces mesures suscitent de la colère : ce sont les ménages les plus modestes qui seront pénalisés puisqu'il n'y a pas d'augmentation de la fiscalité pour les plus riches et qu'il y aura des coupes sombres dans les dépenses sociales.

• Août 2011 ->

Le lundi 1^{er} août, la Commission européenne propose de faciliter l'accès aux fonds régionaux de l'UE à 6 pays particulièrement vulnérables à cause de leur dette publique : la Grèce, le Portugal, l'Irlande, la Roumanie, la Lettonie et la Hongrie.

Le jeudi 4 août, la BCE prend deux décisions : non seulement, et conformément aux attentes, elle ne modifie pas ses taux directeurs, mais surtout elle reprend, après 18 semaines d'interruption, ses achats de titres de dettes publiques « périphériques » à cause des réactions des marchés qui sont redevenus très rapidement nerveux, parce que certains investisseurs sont sceptiques quant à l'efficacité des mesures décidées le mois dernier et que d'autres continuent à « jouer » contre la zone euro. Non seulement les taux d'emprunt à 10 ans se sont mis à nouveau à progresser pour la Grèce (presque 15%) mais le risque de contagion que l'on cherche absolument à éviter devient bien réel : les taux imposés à l'Italie (qui est touchée par une double crise, financière et politique) et à l'Espagne (qui est touchée par une double crise, immobilière et bancaire) sont de plus en plus élevés (entre 6% et 6,50%) et risquent de les faire entrer elles aussi dans la spirale du sur-endettement (alors que les taux des obligations allemandes sont maintenant négatifs en termes réels). De plus, la BCE prolonge son allocation illimitée de crédits aux banques, à taux fixe et pour des périodes allant jusqu'à 3 mois (le marché interbancaire des pays du Sud est proche de l'asphyxie au point de faire craindre un « credit crunch »), et elle remet en place la fourniture illimitée de liquidités à taux fixe et à 6 mois, procédure que la BCE avait utilisée au lendemain de la chute de Lehman Brothers en 2008.

Toutes ces mesures n'empêchent pas les marchés de continuer à baisser, et même fortement.

*Parce qu'ils pensent que les achats de titres publics par la BCE vont se limiter aux petits pays de la zone euro qui sont en difficulté depuis déjà un certain temps et qu'elle aura du mal à faire la même chose pour l'Italie et l'Espagne, qui sont d'une tout autre dimension. C'est précisément là que le bât blesse : pour que la BCE prenne le dessus sur les marchés, il faudrait qu'elle puisse statutairement et qu'elle se résolve à créer autant de monnaie que nécessaire pour éteindre les incendies dès que ceux-ci se déclarent ici ou là dans la zone euro. Une autre solution est envisageable pour faire taire la spéculation outrancière qui sévit actuellement sur les marchés : la création d'euro-obligations (ou « eurobonds »). Sur le plan économique, il y a du pour et du contre. Le « pour » est essentiellement économique puisque cela empêcherait les marchés de fixer des taux différents aux pays selon le risque qu'ils représentent : il y aurait au contraire un taux commun qui permettrait aux pays en difficulté de se financer plus avantageusement (parce qu'il y aurait pour ces obligations communes substitution d'un marché plus vaste et plus liquide aux marchés actuels, encore très fragmentés), d'éviter par conséquent le grossissement de leur dette par l'effet boule de neige et ainsi de ne pas subir le diktat des marchés. Pour reprendre l'image de J. Pisani-Ferry, « émettre des euro-obligations consisterait à remplacer la stratégie des Curiaces par celle des Mousquetaires ». Le côté « contre » est essentiellement politique : comme le taux commun sur le marché des eurobonds a des chances d'être plus élevé que le taux dont bénéficient actuellement des pays comme l'Allemagne, cette solution soulève la question de la solidarité intra-européenne, qui est en définitive la question centrale que pose l'avenir de la zone euro. D'un côté, les pays en difficulté seraient mis sous tutelle et, de l'autre, les pays en bonne santé devraient contribuer au sauvetage des premiers. Comment les peuples des uns et des autres pourraient-ils alors réagir ? En plus de cet aspect politique, il y a un problème technique : la zone euro n'a pas de budget propre et n'a pas le pouvoir de lever l'impôt pour rembourser ces euro-obligations. La solution peut être alors la mise en place d'une agence de la dette commune qui émettrait des obligations avec la garantie conjointe et solidaire de tous les États membres, chacun d'eux étant endetté vis-à-vis de l'agence. Il faut être conscient que cette solution aboutit à faire supporter aux contribuables de tous les pays le coût du sauvetage de l'un d'eux : c'est encourager l'aléa moral, cela entre aussi en contradiction avec le principe européen selon lequel la politique budgétaire – et donc la dette publique – est du ressort de chaque gouvernement, et cela ne peut être en tout état de cause envisagé que si des contreparties sont expressément prévues : il faut réformer le PSC de façon à ce que le contrôle des finances publiques soit non plus *a posteriori* mais *a priori* (alors la question devient : qui exercerait un tel contrôle ?).*

L'EURO

Note 1 : Deux économistes, l'un français –Jacques Delpha-, l'autre allemand –Jakob von Weizsäcker-, proposent d'aménager la solution des eurobonds pour la rendre plus efficace : leur proposition consiste à décomposer la dette souveraine en deux parties. La première, dite « dette bleue », aurait un montant limité à 60% du PIB, serait constituée d'« obligations seniors », garanties conjointement et solidairement par l'ensemble des États membres ; la seconde, dite « dette rouge », concerterait la partie excédant les 60% et serait constituée d'« obligations juniors » qui ne seraient pas garanties par les autres pays : la responsabilité reste donc entièrement nationale. C'est la dette bleue qui prendrait donc la forme d'eurobonds, émis par une agence de la zone euro. Cette proposition rejoint ce que l'on appelle le « plan Bruegel », du nom du think-tank basé à Bruxelles. Mais le « plan allemand », établi par les 5 sages qui composent le Conseil allemand des experts économiques, propose au contraire de mutualiser les dettes publiques au-delà du seuil de 60% du PIB.

Note 2 : au 1/9/2011, les taux à 10 ans vont de 2,14% pour l'Allemagne à 17,77% pour la Grèce, en passant par 2,87 pour la France, 5,05 pour l'Espagne, 5,15 pour l'Italie, 8,56 pour l'Irlande et 10,14 pour le Portugal.

Par la panique des marchés que cela crée, le manque de vigueur de l'économie américaine (l'échec du Président Obama à persuader ses adversaires de ne pas faire de coupes sombres dans les dépenses alimente même des anticipations d'un retour de la récession), les grosses difficultés de la zone euro (les marchés interprètent même les mesures prises par la BCE comme une confirmation de leurs craintes d'une aggravation de la crise au sein de l'eurozone) et les problèmes que connaît aussi le marché des changes (la surévaluation du yen) commencent à faire naître des doutes sur le dynamisme et la stabilité de toute l'économie mondiale, ce qui pourrait transformer petit à petit l'actuelle crise des dettes publiques occidentale en une nouvelle crise économique et financière mondiale. Les deux principaux créanciers des États-Unis et de l'Europe ne s'y trompent pas : la Chine et le Japon en appellent le vendredi 5 à la coopération internationale. Le marché de l'or non plus : le cours du métal jaune va de record en record (soulignons ici une évolution plutôt positive : alors que l'on était encore il y a peu en droit de craindre une bulle spéculative des matières premières, les prix de celles-ci enregistrent de nettes baisses - le prix du baril de « light sweet » avoisine 82\$ alors qu'il avait atteint presque 114\$ au cours du printemps - ce qui est incontestablement un facteur favorable non seulement pour la reprise mondiale mais aussi pour les anticipations inflationnistes – ce qui pourrait retarder la hausse des taux directeurs de la BCE).

Les réactions des marchés financiers au cours de la première semaine d'août confirment les lignes précédentes : les baisses que ceux-ci enregistrent démontrent qu'ils sont en pleine « déprime ». Le vendredi, le CAC40 en est à sa dixième baisse consécutive, ce qui ne s'est jamais vu depuis la création de l'indice en 1987. Sur cette semaine, l'indice français cède 10,73% (à 3278 points), le DAX30 baisse de 12,89%, le Footsie de 9,77%, le Dow Jones de 5,75%, le NASDAQ de 6,88% et le Nikkei de 5,42%. L'euro cote 1,4290\$.

Le samedi 6 août, surprise générale et nouvelle de la plus grave importance : l'agence **Standard & Poor's abaisse la note à long terme de la dette publique américaine**, la faisant passer de AAA à AA+ (et précise que les perspectives sur cette note sont négatives). Le Président Obama, pensant que la décision de relever le plafond de la dette autorisée avait permis d'éviter ce risque, se montre indigné et accuse l'agence d'avoir fait une erreur statistique de 2 000 milliards de dollars... L'agence de notation S&P, qui est considérée comme la plus importante de toutes, motive sa décision par l'insuffisance du programme voté par le Congrès pour stabiliser la dette américaine sur le moyen terme et par le climat politique entre Républicains et Démocrates.

Les conséquences à attendre de ce déclassement peuvent être nombreuses et graves, à des horizons spatiaux et temporels divers : hausse des taux d'intérêt sur la dette américaine, donc alourdissement du déficit budgétaire et plus grande difficulté à le financer, impact négatif sur le dollar, avec ses conséquences sur l'économie mondiale, notamment celles qui proviendront des réactions des créanciers des États-Unis au premier rang desquels se trouvent la Chine et le Japon. L'économie européenne a tout à redouter de la baisse de la note de la dette américaine par S&P : non seulement la baisse probable du dollar va compliquer encore davantage la tâche de nos exportateurs mais aussi les marchés vont être encore plus nerveux et sourcilleux, si c'est possible, pour participer au financement des États de la zone euro qui sont en difficulté. Il se pourrait que la note mise au FESF subisse à plus ou moins brève échéance le même sort que la note de la dette américaine. En effet, on peut craindre, et à très court terme, que le mouvement de panique qui agite en ce moment les marchés des titres et des devises soit accentué (surtout que le marché des bons du Trésor américains joue un rôle de référence pour beaucoup d'autres transactions) ; et il va y avoir de la part de tous les participants aux marchés une réévaluation généralisée des risques. En somme, on craignait il y a déjà quelques jours l'amorce d'une nouvelle crise mondiale et la décision de S&P ne peut que précipiter davantage les choses. Paradoxalement, on en a voulu hier aux agences de notation de n'avoir pas su –ou voulu- annoncer l'imminence de la crise financière des années 2007-2008, et on va leur en vouloir aujourd'hui d'être à l'origine d'une aggravation de la situation économique mondiale.

L'EURO

Dès le soir de ce samedi 6 août, c'est le branle-bas de combat parmi les « grands de ce monde » : conférence téléphonique du G7.

Puis au cours du dimanche 7 août

- conférence du G20 tôt le matin,
- diffusion vers 20h d'un communiqué commun de la France et de l'Allemagne pour réaffirmer leur engagement de mettre scrupuleusement en œuvre les décisions prises lors du Sommet du 21 juillet,
- réunion téléphonique du Conseil des gouverneurs de la BCE à partir de 18h pour ouvrir, semble-t-il, la porte de sa procédure de rachat d'obligations publiques à l'Italie et à l'Espagne.

Sur ce point, trois remarques, la première est de forme et circonstancielle, et les deux autres sont de fond :

1) le communiqué franco-allemand joue un rôle décisif dans ce changement de position du Conseil des gouverneurs de la BCE entre le jeudi 4 et ce dimanche 7 ;

2) l'achat par la BCE d'obligations publiques a pour but, quand elle devient trop faible et que les taux se tendent donc beaucoup, d'augmenter la demande de ces titres publics de façon à ce que les taux restent raisonnables ;

3) mais ce faisant, la BCE alourdit son bilan d'obligations de qualité de plus en plus discutable et cela peut avoir quatre conséquences : la Banque centrale court le risque de devenir une « bad bank » ; il faudrait peut-être alors la recapitaliser comme cela a déjà été fait à la fin de 2010 ; la BCE ne se comporte plus seulement comme un régulateur monétaire mais aussi comme un investisseur financier ; et il peut y avoir conflit d'objectifs entre ces deux rôles : en tant que régulateur monétaire, la BCE pourrait hésiter à prendre telle ou telle mesure de politique monétaire si cela pouvait nuire à tel ou tel pays dont elle aurait beaucoup de titres publics, pour ne pas aller à l'encontre de ses propres intérêts en tant qu'investisseur ; cela équivaut à une remise en cause du principe de son indépendance. Notons que la BCE a déjà acheté à l'heure qu'il est plus de 70 milliards d'euros d'obligations publiques.

- Vers 23h, les ministres de l'économie et des finances du G7 se retrouvent avec les banquiers centraux, sous la Présidence du ministre français F. Baroin, et élaborent un communiqué où, en reconnaissant que la crise est mondiale, affirment qu'ils interviendront autant que nécessaire.
- Ce même dimanche, la Bourse israélienne suspend les transactions parce que ses indices chutent de plus de 6%.
- Et à nouveau la Chine et le Japon appellent à une meilleure régulation de la part des occidentaux, la première sur un ton beaucoup plus critique que le second.

Certes, les taux à 10 ans imposés à l'Italie et à l'Espagne se détendent un peu et les bons du Trésor américain restent une valeur sûre, mais, à l'évidence, toutes ces prises de position dominicales ne suffisent pas pour rassurer les marchés : dès le lendemain matin, le lundi 8, les places asiatiques baissent de 2% à 4% et le prix de l'or continue sa progression. Puis la BCE intervient bel et bien au profit de l'Espagne et de l'Italie. Cela se traduit alors par un rebond des places européennes, mais de très courte durée, puisque dès la mi-journée elles perdent 2% en moyenne (2,15% pour le CAC40), et l'indice de volatilité enregistre une hausse de près de 10% ! Pendant que Wall Street ouvre en nette baisse, les places européennes terminent la journée sur de fortes baisses par rapport au vendredi de la semaine précédente : -4,68% pour le CAC40 (à 3125 points), -5,02% pour le DAX30, -3,39% pour le Footsie, -2,44% pour le libex35 espagnol, -2,25% pour le FTSE MIB italien, -6% pour le ATHEN ASE grec, -4,38% pour le AEX-Index hollandais,... Wall Street ferme la journée sur de fortes baisses aussi : -5,55% pour le Dow Jones et -6,11% pour le Nasdaq.

Le mardi 9, après des départs souvent orientés à la baisse, les marchés se ressaisissent en fin de journée : Nikkei +1,25%, CAC40 : +1,63%, DAX30 : -0,30%, Footsie : +0,52%, Dow Jones : +3,98%, Nasdaq : +5,29%. Cette progression en cours de journée s'explique sans doute par la déclaration faite par le Comité de politique monétaire de la FED : la Banque centrale américaine compte laisser jusqu'à mi-2013 son taux de refinancement à son niveau actuel, donc proche de 0%, et utiliser tous les moyens dont elle dispose pour soutenir une croissance qu'elle constate être plus faible qu'elle ne l'avait prévue et éviter une aggravation du chômage qui reste élevé.

Sur les places financières asiatiques, le mercredi 10 commence par un mouvement positif de reprise mais sans que cela soit pour autant un fort rebond (d'ailleurs, les investisseurs et les observateurs se demandent si ce rebond est purement technique ou s'il annonce effectivement que le fond a été atteint

L'EURO

; la preuve est que l'or est toujours extrêmement recherché, au point de battre un nouveau record historique en cotant presque 1758 \$ l'once, contre moins de 700 avant le déclenchement de la crise des subprimes au cours de l'été 2007...) : +1,05% pour le Nikkei.

Mais sur les places européennes, la suite de la journée renoue avec une tendance nettement baissière, d'une part à cause de rumeurs de dégradation de la note de la dette française et de leur effet délétère sur les valeurs bancaires (est-ce un effet contreproductif de la réunion en matinée à l'Élysée du Président de la République, du Premier ministre, des ministres des affaires étrangères et des affaires européennes, des ministres de l'économie et du budget et du Gouverneur de la Banque de France, réunion qui ne s'est pas tenue plus tôt précisément pour ne pas affoler les marchés et à l'issue de laquelle il est décidé d'accélérer le calendrier en annonçant dès le 24 août des « décisions définitives » pour réduire plus vite le déficit, avec un point d'étape le 17 août ?) ; d'autre part à cause d'une ouverture de Wall Street sous le signe d'une nette baisse. Les trois grandes agences de notation (S&P, Moody's et Fitch) démentent alors vigoureusement ces rumeurs mais cela n'empêche pas les marchés de plonger : *c'est à cause du « trading algorithmique » et du « flash trading » que pratiquent les « high frequency traders », c'est-à-dire en réalité des « robots traders » ; d'où un « flash crash » ! Tout comme la société tout entière semble devenir de plus en plus violente, les marchés sont eux aussi plus violents qu'auparavant : comme dans certains films de science fiction, les robots traders sont des machines infernales ; elles spéculent à outrance et créent des chocs de volatilité parce qu'elles en vivent.* Le CAC40 perd 5,45% (à 3003 points, soit une perte de plus de 25% depuis le 1^{er} juillet), le DAX30 5,13% et le Footsie 3,05%. Il est certain que les rumeurs sont fausses. Y aurait-il donc de la fumée sans feu ? Des auteurs aussi réputés que J. Attali (*Le Monde* du 11 août) et Ch. Wyplosz (*Le Monde* du 12 août) expriment souvent brutalement leurs inquiétudes sur la situation économique, financière, sociale et politique de la France. Le second considère que « le point de non-retour n'est pas encore franchi, mais les prémisses sont là. Une fois le point de non-retour franchi, le gouvernement ne peut plus rien faire pour empêcher le rouleau compresseur d'avancer (...) Les marchés ne sont ni fous ni méchants. Ils détiennent une grosse part de la dette publique de la France, quelque 1 700 milliards d'euros, soit 85% de notre PIB, et ils sont effrayés de perdre une partie de leurs patrimoines (...) La France est impardonnable. Nos budgets sont en déficit chaque année depuis 1974 ». Là, il rejoint le premier, J. Attali : « le maître à penser des États n'est ni Keynes ni Schumpeter, c'est Madoff et sa capacité à construire des pyramides de dettes ». Dans un très bel article paru dans *Le Monde* des 14-15 août 2011, Gérard Béaur montre que l'endettement public et la question de sa réduction concernent les économies occidentales depuis le Moyen Âge ; et que l'on retrouve en quelque sorte aujourd'hui les mêmes stratégies de désendettement qu'hier.

L'euro baisse et cote 1,4208\$.

La fin de la journée se conclut à Wall Street par une baisse de 4,62% pour le Dow Jones et de 4,09% pour le Nasdaq.

Le jeudi 11 est marqué par une certaine reprise des marchés financiers dès le milieu de journée (Nikkei : -0,63%, CAC40 : +2,89%, à 3 090 points, SAX30 : +3,28%, Footsie : +3,11%, Dow Jones : +2,48%, Nasdaq : +2,92%. L'euro cote 1,4143\$.

L'EURO



Source : Yahoo.

En soirée de ce jeudi, 4 pays européens –la France, l'Italie, l'Espagne et la Belgique- décident d'interdire temporairement les ventes à découvert sur les valeurs financières (la Grèce les avait interdites en début de semaine). En France, cette décision est une application d'un article du code monétaire et financier qui date du 23/10/2010 selon lequel « en cas de circonstances exceptionnelles menaçant la stabilité du système financier, le président de l'Autorité des marchés financiers ou son représentant peut prendre des dispositions restreignant les conditions de négociation des instruments financiers, pour une durée n'excédant pas quinze jours ».

Une fois de plus, on est dans un dilemme : nécessité de prendre des mesures de régulation exceptionnelles, même temporaires, pour limiter au maximum les effets déstabilisants et même destructeurs de la spéculation ; mais ce faisant, on convainc les marchés que la situation est grave ; d'où un cercle vicieux et la mise en place d'un mécanisme d'anticipations autoréalisatrices.

La vente à découvert ou vente à terme (short selling) existe depuis plusieurs siècles parce qu'elle joue un rôle important dans les opérations de couverture puisqu'elle permet de lutter contre l'incertitude et les aléas de l'avenir, comme cela existe depuis longtemps dans les domaines de l'agriculture et du transport au long cours. Mais elle est un instrument financier qui est souvent à l'origine aussi d'un comportement spéculatif, d'où leur participation active à « l'économie-casino » : quand ils anticipent la baisse du cours de certains titres (et/ou qu'ils veulent « jouer » contre eux), les investisseurs font massivement des ventes à découvert de ces titres (ventes ainsi appelées parce que les investisseurs ne détiennent pas ces titres) pour provoquer une baisse de leurs cours la plus importante possible, de façon à pouvoir les racheter plus tard moins cher, d'où d'importantes plus-values pour eux - sans même parler de l'effet de levier - mais une volatilité des marchés et une vulnérabilité des sociétés concernées. On pourrait dire que la vente à découvert est de l'agiotage à l'envers (l'agiotage, qui vient de l'italien agio, différence, consiste à conserver des biens, des devises ou des valeurs mobilières dont on anticipe la hausse du prix pour retirer des plus-values de leur vente). Les ventes à découvert se font essentiellement sur des marchés de gré à gré, donc non réglementés. C'est en pratiquant en 1992 d'importantes et juteuses opérations de vente à découvert sur la livre sterling que George Soros s'est fait connaître. Il y a « vente à découvert nu(e) » quand la vente est faite sans avoir de provision préalable par des achats de titres ou par un emprunt.

Interdire la vente à découvert peut avoir un effet pervers : en limitant la spéculation à la baisse, elle peut favoriser excessivement la surévaluation des titres concernés. Et beaucoup d'experts estiment d'une part que la vente à découvert est plutôt une conséquence d'une baisse originelle du cours de tel ou tel titre plutôt que son fait génératrice ; et que d'autre part les interdictions sont difficiles à mettre en œuvre et que les entreprises financières peuvent les contourner d'une manière ou d'une autre.

Le vendredi 12, la Commission européenne considère que l'UE est près de créer un cadre harmonisé sur les ventes à découvert. La Grande-Bretagne n'y est pas favorable mais l'Allemagne s'en félicite... Sur les marchés financiers, la journée de ce vendredi 12 commence à Tokyo par une baisse de 0,20% du Nikkei, mais se prolonge positivement sur les places européennes et américaines : +4,02% pour

L'EURO

CAC40 (à 3214 points), +3,24% pour le DAX30, +4% pour le Footsie, +1,13% pour le Dow Jones et +0,61% pour le Nasdaq.

Au total, pour cette deuxième semaine d'août, pratiquement tous les indices boursiers enregistrent des baisses : -1,7% pour le CAC40 (à 3082 points), -3,82% pour le DAX30, +1,39% pour le Footsie, -1,53% pour le Dow Jones, -0,96% pour le Nasdaq, -3,11% pour le Nikkei. Et l'euro cote 1,4244\$.

Le mardi 16 août, la chancelière allemande retrouve à l'Élysée le Président français pour étudier la situation européenne. À l'issue de leur réunion, ils font un certain nombre de propositions dans une lettre qu'ils adressent au Président du Conseil européen : la constitution d'un gouvernement européen, réunissant deux fois par an, sous la direction du Président du Conseil européen, les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro, l'inscription de la « règle d'or » de l'équilibre budgétaire dans les Constitutions de tous les États membres de la zone euro, l'adoption dès 2013 en France et en Allemagne d'une assiette et d'un tarif identiques pour l'impôt sur les sociétés et la relance du projet d'une taxe sur les transactions financières. Par contre, l'Allemagne reste opposée à la solution des euro-obligations. Pour ce qui concerne la France, son gouvernement rejoint la position allemande car il estime que cette solution renchérirait sa dette, avec pour conséquences la nécessité d'adopter une discipline budgétaire encore plus dure et de faire courir le risque d'un déclassement par les agences de notation.

Remarque : la « règle d'or » semble recueillir l'assentiment de responsables gouvernementaux de plus en plus nombreux. Mais il faut se poser la question de savoir s'il s'agit d'une solution miracle pour réaliser le rééquilibrage des finances publiques. En plus des difficultés de mise au point et de mise en œuvre d'une telle règle, deux arguments montrent que les bienfaits attendus doivent être pour le moins relativisés : d'abord, cette mesure ne peut rien contre les causes d'une crise de surendettement privé, et ensuite et surtout, elle entre totalement en contradiction avec la vocation de la politique budgétaire qui est d'être contra-cyclique : si l'évolution conjoncturelle exige une politique de soutien ou de relance de l'activité, soit on contourne la règle et alors elle n'est pas utile, soit on l'applique strictement et alors elle développe des effets pervers.

Sur les places financières, la deuxième semaine d'août enregistre des très fortes baisses, dues essentiellement aux mauvaises performances des valeurs bancaires et aux mauvais indicateurs de l'économie américaine : -7,35% pour le CAC40, -8,64% pour le DAX30, -5,25% pour le Footsie, -4,01% pour le Dow Jones, -6,62% pour le Nasdaq et -2,73% pour le Nikkei. L'or dépasse 1820 \$ l'once (il dépassera 1915\$ le 23/8), l'euro cote 1,4395\$. Le yen et le franc suisse profitent de cette panique boursière pour jouer le rôle de valeurs refuges ; et le diamant en devient une aussi, à son tour... Par ailleurs, le programme de rachat de titres publics par la BCE lancé en mai 2010 et qui doit durer jusqu'à la totale ratification de l'accord du 21 juillet selon lequel le relais doit être pris par le FESF, dépasse maintenant les 110 milliards d'euros.

Le mercredi 24, l'agence Moody's dégrade d'un cran (à Aa3) la note de la dette souveraine du Japon, qui atteint 200% du PIB. Les conséquences économiques du séisme du 11 mars font également partie de l'explication ; les turbulences politiques sans doute aussi.

Pour éviter en quelque sorte à la France la même punition à un moment où les prévisions de croissance sont orientées à la baisse, le gouvernement français annonce ce même mercredi 24 un plan supplémentaire de réduction du déficit avec un alourdissement des impôts et des taxes pour les ménages et pour les entreprises, mais spécialement pour les classes moyennes supérieures (1 milliard cette année et 11 milliards l'année prochaine). Il faut reconnaître que ce plan est courageux en cette période déjà pré-électorale mais la question essentielle que se posent les experts économistes est de savoir s'il suffira.

Dans son édition du 25 août, le quotidien « Le Monde » fait paraître un article de Gérard Lafay (professeur émérite d'économie à l'université Panthéon-Assas) et de Philippe Villin (conseiller stratégique et financier, et ancien directeur du « Figaro »), dont le sous-titre est « il faut reconnaître l'échec de l'euro et revenir aux monnaies nationales ». Les auteurs font trois commentaires de l'histoire récente de la zone euro.

D'abord, ils se félicitent du refus –jusqu'à maintenant– de l'Allemagne d'adopter la solution des eurobonds, et de l'alignement récent de la France sur cette position : « Depuis que la crise de 'euro a commencé –avec l'émergence, en 2010, de la crise des dettes souveraines d'Europe du Sud– et ayant découvert un peu tard qu'elles avaient mis la charrue avant les bœufs en créant une monnaie unique sans fédéralisme, les élites politiques et technocratiques tentent d'imposer –sans votations– des mécanismes de solidarité financière qui conduiraient à une union politique de facto à travers une "Europe des dettes" » (Contradictoirement, on pourrait soutenir que laisser aux peuples la possibilité de s'exprimer sur ce type de sujet peut avoir un effet contreproductif et pervers : cela est d'ailleurs démontré par la réaction du gouvernement finlandais. Avant même la signature de l'accord du 21 juillet, le gouvernement finlandais, obligé de tenir compte du succès

L'EURO

aux élections législatives des eurosceptiques, exige de la Grèce le versement d'une caution. Si d'autres pays suivaient l'exemple finlandais, la Grèce pourrait devoir payer un montant voisin de l'aide qui lui est accordée ! En définitive, le sauvetage de la Grèce –et au-delà celui de la zone euro- par la mise en œuvre de l'accord du 21 juillet reste suspendu aux ratifications qui ne seront pas finies avant fin octobre et qui seront soumises aux aléas des climats et calendriers politiques dans les 17 pays).

Ensuite, ils critiquent les politiques budgétaire et monétaire menées jusqu'ici en Europe qui sont suicidaires à leurs yeux ; la politique de rigueur budgétaire parce que, dans le contexte actuel d'un euro surévalué, elle fait courir le risque de déflation ; et la politique monétaire parce qu'elle est trop décalée par rapport à celle de la Fed et qu'elle contrarie le redressement des pays de l'Europe du Centre et du Sud. Il est vrai que les résultats de la zone euro sont très pâles : la croissance est en berne et le chômage ne baisse pas : sa moyenne est de 10%, avec d'ailleurs de forts écarts (l'Autriche affiche un taux de 3,7% -7,8% pour les 15-24 ans- tandis que l'Espagne en est à 21,2% -46,2%-), la France se situant un tout petit peu en dessous de la moyenne pour le taux global de chômage (9,9%) et un peu au-dessus pour le chômage des jeunes (23,4% pour une moyenne de 20,5%).

Enfin, ils estiment que les marchés financiers, convaincus de la nocivité et de l'inefficacité de ces politiques, « vont continuer à massacer joyeusement les Bourses européennes en général et les valeurs bancaires en particulier ». Ce faisant, « ils anticipent les pertes plus ou moins importantes, selon les pays et les banques ».

En conclusion, les auteurs considèrent que « la seule solution raisonnable consiste à démonter l'euro de manière organisée, aussi vite que possible, avant que tout ne saute. Il faut commencer par le dévaluer massivement, avant d'instaurer un retour ordonné à différentes monnaies nationales ».

Bref, cet article tranche complètement avec celui qu'avait fait paraître J.-H. Lorenzi, Président du Cercle des économistes, dans le même quotidien quelques jours plus tôt (20/8), sous-titré : « ne nous laissons pas aller au catastrophisme ambiant ». Il considère que le rétablissement de notre situation économique et que le sauvetage de la zone euro sont possibles à condition de mener subtilement les politiques indispensables, y compris l'utilisation d'eurobonds, la réduction des dépenses publiques et l'alourdissement de la fiscalité. Mais il reconnaît qu'il faudra vaincre deux difficultés : « la première porte sur le pouvoir d'achat de ces travailleurs souvent non qualifiés aux revenus proches du smic (...) La vraie difficulté est de le maintenir, car se jouent à la fois un problème de consommation globale et le risque de tensions sociales extrêmement fortes. (...) La seconde difficulté, pour laquelle existent des solutions, consiste à bien gérer l'épargne abondante dans notre pays pour maintenir un taux de croissance de la consommation, condition nécessaire à un taux de croissance acceptable. (...) Taux d'épargne un peu plus faible, épargne de long terme pour l'investissement, voilà les conditions pour une trajectoire jouable à la fois pour l'année qui vient et également à plus long terme ». Pour montrer que des atouts existent encore, y compris en France, on peut ajouter à l'argumentation de J.-H. Lorenzi, d'abord que les entreprises françaises ont profité des taux d'intérêt bas pour emprunter sur les marchés et auprès des institutions financières, d'où des flux d'investissements encourageants, ensuite qu'elles ont largement reconstitué leur trésorerie d'exploitation, et enfin que les bénéfices des entreprises du CAC40 vont peut-être croître de 15% en 2011 par rapport à 2010 et s'approcher ainsi de ceux de 2008 qui a été une excellente année. D'ailleurs, en cette fin août, les cours du CAC40 valent encore 8 fois les bénéfices réalisés, certes contre 10 fois mi-février, mais n'est-il pas rationnel pour les investisseurs de revendre les titres des entreprises dont il y a toute raison de craindre une forte diminution des bénéfices ? La panique boursière actuelle n'est pas le fait exclusif des spéculateurs qui alimentent cette panique pour en tirer de substantiels profits : étant donné l'épaisseur des nuages qui bouchent l'horizon, tous les investisseurs, à commencer par les « zinzins », réorganisent leur portefeuille de placements au profit des valeurs refuges (or, franc suisse, ...) et au détriment des titres financiers.

À cause de la panique boursière ambiante, est prolongée l'interdiction des ventes à découvert pour certaines valeurs, notamment bancaires, décidée pour 15 jours le 12 août par l'AMF et par ses consœurs espagnole et italienne, de même que celle décidée par l'autorité grecque le 8 août.

Le vendredi 26, le Président de la Fed n'annonce pas le « QE3 » espéré par certains, tout en s'estimant prêt à mettre en œuvre un nouvel assouplissement quantitatif si le soutien de l'activité le nécessite, et surtout si la politique budgétaire du gouvernement est crédible, notamment en matière de logement.

La dernière semaine pleine du mois d'août se termine sur les marchés actions par des hausses, qui résultent de l'alternance de fortes baisses et de fortes hausses d'un jour à l'autre, ce qui prouve l'indécision des investisseurs : +2,34% pour le CAC40 (à 3088 points), +1,05% pour le DAX30, +1,77% pour le Footsie, +4,32% pour le Dow Jones, +5,89% pour le Nasdaq et +0,90% pour le Nikkei. L'euro cote 1,4500\$.

• Septembre 2011 ->

L'EURO

Sur les places boursières, la première semaine du mois se termine certes sur des hausses mais les investisseurs sont déçus par la conjoncture américaine et inquiets sur la situation de la zone euro parce que la Grèce ne parvient pas à s'en sortir (récession et échec de la lutte contre la fraude fiscale) : +1,97% pour le CAC40 (à 3149 points), +0,02% pour le DAX30, +3,14% pour le Footsie, -0,39% pour le Dow Jones, +0,02% pour le Nasdaq et +1,74% pour le Nikkei.

D'ailleurs, dès le lundi suivant, le lundi 5, c'est un véritable vent de panique boursière qui souffle sur les marchés : le CAC40 enregistre une baisse de 4,73% et passe en dessous des 3 000 points. On n'hésite pas à parler de « lundi noir ». Ce sont les valeurs bancaires qui souffrent le plus et le marché monétaire se tend de plus en plus : les établissements financiers entrent à nouveau dans une phase de grande défiance les uns vis-à-vis des autres comme au plus fort de la crise des années 2008-2009. Ce mauvais climat est corroboré par un record atteint par les taux des CDS sur l'Italie et ... la France (« credit default swaps », contrats d'assurance contre les défauts de paiement). Plusieurs économistes en appellent donc à la BCE en souhaitant un retournement de la politique monétaire avec une baisse des taux directeurs.

Le mardi 6, le Nicolas Berggruen Institut fait paraître le rapport établi par son Conseil pour l'avenir de l'Europe dont font notamment partie Tony Blair, Jacques Delors, Felipe Gonzales, Mario Monti et Gerhard Schröder. Le titre du rapport donne d'entrée de jeu le ton : « l'Europe est la solution, pas le problème ». Et suivent cinq propositions : 1) Installer un fonds financier européen à part entière, 2) Recapitaliser efficacement les institutions financières européennes (la très forte baisse des valeurs bancaires montrent que les marchés estiment tout à fait possible la faillite de grands établissements financiers européens), 3) Réaliser une union budgétaire responsable avec un fédéralisme fiscal et un dispositif d'émission d'eurobonds, 4) Résorber la dette de manière ordonnée, 5) Relancer la croissance de moyen et long terme en prenant les mesures budgétaires indispensables et en faisant les réformes structurelles nécessaires, mais en veillant à ne pas compromettre la reprise actuelle qui est fragile à court terme.

Les membres du Conseil pour l'avenir de l'Europe sont décidément bien optimistes, et leur analyse tranche avec les points de vue alarmistes qui sont de plus en plus nombreux à s'exprimer en n'hésitant pas à briser des tabous : ainsi, certains, tels J. Voth, professeur d'économie à Barcelone (Le Monde du 7/9) prétendent que « la mort de l'euro ne sera pas la fin de l'Europe », d'autres, comme le ministre néerlandais des finances, évoquent clairement la sortie de la Grèce de la zone euro (Le Monde du 10/9) : alors qu'on disait hier qu'il fallait sauver la Grèce pour sauver l'euro, on commence à dire aujourd'hui qu'il faut sortir la Grèce pour sauver l'euro.

Le jeudi 8, lors de la conférence de presse qui suit la réunion mensuelle du Conseil des gouverneurs, et en dehors du fait que les taux directeurs sont maintenus, le Président Trichet insiste sur le contraste qu'il y a entre l'efficacité de la politique monétaire de la BCE en matière de lutte contre l'inflation et de fourniture de liquidités au système bancaire et l'irresponsabilité des gouvernements sur le plan budgétaire.

Le mercredi 7, l'Espagne inscrit dans sa Constitution la « règle d'or budgétaire », à l'instar de l'Allemagne en juin 2009, et que souhaite N. Sarkozy aussi pour la France : en 2012, une limite de 0,4% du PIB doit être mise pour le déficit à partir de 2020.

Le vendredi 9 se rencontrent à Marseille les ministres et les banquiers centraux des 7 pays les plus riches (G7) –en présence de la Directrice générale du FMI-, avant la réunion du G20 du 23. Le sujet principal de préoccupation est la mollesse de la croissance dans un contexte où, comme l'a parfaitement écrit Martin Wolf dans Le Monde du 6, « *les gouvernements qui pourraient dépenser plus s'y refusent, et d'autres qui voudraient dépenser plus ne le peuvent pas* » ; autre façon d'exprimer le dilemme dans lequel se trouve la zone euro selon la situation de ses différents États membres : faut-il appuyer sur l'accélérateur de la croissance ou sur le frein des déficits ? Mais cette réunion du G7-Finances reste en définitive dans les déclarations d'intention, dans le flou et dans l'indécision, voire carrément dans l'incitation.

Le samedi 10, démission du chef économiste de la BCE Jürgen Stark, qui a été naguère l'un des artisans allemands de la construction de la zone euro. Cette démission s'explique de la même façon que le retrait en février dernier d'Axel Weber, membre du Conseil des gouverneurs de la BCE en tant que gouverneur de la « Buba » : l'un comme l'autre estiment que la BCE ne traite pas la crise de l'euro de manière assez orthodoxe et sont en particulier opposés au rachat de titres publics des pays en difficulté parce qu'ils estiment que cela alourdit dangereusement le bilan de la BCE ; surtout que

L'EURO

les pays concernés sont d'un poids de plus en plus important au sein de la zone euro. Ces dissonances au sein même de la BCE montrent que l'on n'est plus à la belle époque de l'unanimité au sein de l'institution, et cela ne peut qu'aggraver les tensions sur les marchés. Le départ prochain du Président Trichet ajoute de l'incertitude et on assiste en plus au développement d'attitudes nationalistes au sein des services de la BCE, les personnels allemands et d'origine nordique prenant de la distance par rapport aux autres. (Notons que J. Stark sera remplacé fin octobre par Jörg Asmussen).

La deuxième semaine du mois se traduit évidemment sur les marchés actions par des baisses très fortes : -5,52% pour le CAC40 (à 2975 points), -6,29% pour le DAX30, -1,46% pour le Footsie, -2,80% pour le Dow Jones, -0,5% pour le Nasdaq et -2,38% pour le Nikkei (le lundi suivant est comme le précédent un lundi noir, toujours à cause des valeurs bancaires : le CAC40 baisse dans la journée de 4,03% et atteint ce faisant son niveau le plus bas depuis avril 2009). Le marché interbancaire est de plus en plus asphyxié, ce qui exprime le sentiment de défiance qui se développe à nouveau au sein du système bancaire de second rang. Et l'euro recule aussi en cotant 1,3655\$.

Le 14 septembre, trois événements concernent la situation de la Grèce et de la zone euro : d'abord, le ministre des finances de la Pologne (qui assure la présidence tournante de l'UE) estime devant le Parlement européen que l'UE est en danger, ensuite, les BRICS et spécialement la Chine proposent explicitement de venir au secours de la zone euro, notamment en y augmentant leurs investissements, enfin, une visioconférence a lieu entre N. Sarkozy, A. Merkel et G. Papandréou pour faire le point et réaffirmer les engagements du 21 juillet en même temps que le maintien de la Grèce dans la zone euro.

En attendant la fin de semaine, consacrée à une rencontre de deux jours en Pologne des ministres de l'économie et des finances de l'UE, un document établi pour le Comité économique et financier de l'UE insiste sur le risque de « cercle vicieux entre la dette souveraine, le financement des banques et la croissance négative » et considère que « la crise est devenue systémique ». Devant donc la gravité de la situation, les responsables européens –en particulier le Président du Conseil européen et celui de la Commission– semblent décidés à réformer en profondeur la gouvernance de la zone euro. On attend leurs propositions.

Le jeudi 15, interviennent deux événements importants. D'abord, la BCE, la Fed, la BoE, la BoJ et la Banque centrale suisse décident de prêter à 3 mois aux établissements financiers européens les liquidités dont ils peuvent avoir besoin, et ce de manière illimitée. Le but est de détendre le marché interbancaire et donc d'empêcher un quelconque « credit crunch » à une époque où les responsables gouvernementaux sont pris en tenaille entre réduction de la dette et soutien de la croissance. Comme après la faillite de Lehman Brothers, le marché interbancaire européen s'asphyxie de plus en plus, les banques commerciales rechignant à se prêter entre elles, d'où des dépôts importants qu'elles font auprès de la BCE. Ensuite, et après de nombreux mois d'atermoiements, un accord intervient entre la présidence (polonaise) des 27 et le Parlement européen sur le durcissement du PSC, qui avait été au contraire adouci en 2005. Ces deux événements, très indépendants l'un de l'autre, ont cependant ceci de commun qu'ils devraient rassurer les marchés. Les indices boursiers montrent bel et bien un franc rebond.

En fin de semaine, la réunion en Pologne de l'Eurogroupe s'est transformée en confrontation avec le Secrétaire au Trésor américain qui avait été convié à y participer par la Pologne, elle-même non membre de la zone euro... En effet, d'un côté on a les États-Unis qui, craignant que la chute éventuelle de la Grèce n'ait un effet systémique non seulement au sein de la zone euro mais aussi sur eux-mêmes, tancent les Européens, lesquels estiment d'un autre côté ne plus avoir de marge de manœuvre.

Sur les marchés financiers, le rebond de jeudi permet de clôturer la semaine sur de belles hausses : +1,90% pour le CAC40 (à 3031 points), +7,39% pour le DAX30, +2,95% pour le Footsie, +4,30% pour le Dow Jones, +6,25% pour le Nasdaq et +1,45% pour le Nikkei. L'euro est à 1,3799\$, après avoir chuté plus fortement en début de semaine, y compris et surtout par rapport au yen.

Le mardi 20, S&P abaisse la note de la dette souveraine de l'Italie (de A+ à A) à cause non seulement de l'importance de l'endettement public mais aussi du rythme de croissance et du climat politique, et cela à moins d'une semaine après que le Parlement italien ait pourtant décidé un important plan d'austérité pour assainir ses finances publiques (l'Italie a une dette souveraine représentant 120% de son PIB) ; la position de S&P montre le peu de confiance que l'agence a en l'efficacité du plan de

L'EURO

rigueur italien. Cela entraîne d'abord un débat sur le rôle politique des agences de notation : il y a ceux qui condamnent l'immixtion des agences de notation dans les affaires politiques intérieures des pays et il y a ceux qui admettent que le climat politique fasse partie des critères d'évaluation des agences de notation. En tous les cas, la santé de la zone euro n'a pas besoin de cette difficulté supplémentaire, ce qui amène de plus en plus d'experts à briser les tabous évoqués plus haut. Cela amène ensuite à craindre de plus en plus un effet domino exercé par la Grèce sur d'autres membres de la zone euro. On peut d'ailleurs se demander si la mise en défaut de la Grèce en défaut partiel ne serait pas pour les marchés un signe supplémentaire qui ne ferait qu'accentuer cet effet domino : en effet, d'une part, ils pourraient en conclure que les dettes d'autres pays européens pourraient être traitées de la même manière, et, d'autre part, ils pourraient anticiper des sorties en chaîne de la zone euro. Et le risque systémique serait d'autant plus probable que les banques européennes, qui ont déjà à l'heure actuelle perdu entre la moitié et les trois quarts de leur valeur boursière, ne faisaient pas l'objet rapidement d'une recapitalisation, car, si actuellement elles sont encore solvables, leur équilibre financier serait très vite mis à mal si l'effet domino se développait. Mais comme les banques sont naturellement opposées à une telle recapitalisation parce que cela signifie concrètement nationalisation partielle, et qu'elles espèrent que soit fait appel aux contribuables pour rembourser les dettes souveraines, sans contrepartie, ce sont aux pouvoirs publics, donc au politique, de les y contraindre...

Également le mardi 20, un accord est enfin 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 » sera voté par le Parlement à la fin du mois.

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 mercredi 21, après 2 jours de discussion, le Comité de politique monétaire de la Fed, le FOMC, annonce de nouvelles mesures pour soutenir le niveau de l'activité économique américaine tout en veillant à contenir l'inflation (il laisse inchangé son taux directeur). Pour que les taux longs soient orientés à la baisse, plutôt que de décider une troisième QE (« quantitative easing »), la Fed prolonge la maturité moyenne de ses avoirs en valeurs mobilières : elle achètera, d'ici fin 2012, 400 milliards de dollars de titres publics avec des maturités de 6 à 30 ans et vendra une quantité égale de Bons du Trésor d'échéances d'au plus 3 ans (c'est une « opération twist ») ; et le FOMC décide de soutenir aussi le marché immobilier : la Fed achètera des titres adossés à des créances hypothécaires d'organismes de refinancement hypothécaires parapublics comme Fannie Mae et Freddie Mac.

Le même jour, le FMI décide de prolonger de 6 mois son accès aux ressources exceptionnelles que sont les « nouveaux accords d'emprunt » –NAE en Français (New Arrangements to Borrow –NAB en américain).

Le jeudi 22, en marge des assemblées générales du FMI et de la Banque mondiale, se réunissent d'un côté les ministres des finances du G20 et de l'autre ceux des BRICS. Parmi les premiers, ceux qui ne font pas partie de la zone euro font pression sur leurs collègues pour que « le politique » prenne enfin ses responsabilités et prenne urgentement les décisions nécessaires pour sortir des griffes des marchés (sur les places boursières, ce jeudi est un véritable « jeudi noir » : le CAC40 perd 5,25%), pendant que les seconds estiment de plus en plus risqué d'investir dans la zone euro, ce qui ne peut se traduire que par une aggravation de ses perspectives et de la crédibilité en sa monnaie unique (les banques et fonds américains diminuent également leurs placements en Europe). Lequel euro baisse à jusqu'à 1,3501\$.

L'EURO

Le samedi 24, au FMI, face au risque systémique que la situation de la zone euro fait courir à toute l'économie mondiale, les 17 de la zone euro déclarent faire tout le nécessaire pour assurer la stabilité financière de la zone, en admettant qu'ils doivent pour cela aller plus loin que l'accord du 21 juillet. En particulier est de plus en plus avancée l'idée d'accroître les moyens du FESF en lui permettant de demander à la BCE des prêts avec comme garanties les emprunts achetés sur les marchés.

On comprend que sur les marchés actions la fin de la semaine se traduise pas d'importantes baisses : - 7,29% pour le CAC40 (à 2810 point), -6,76% pour le DAX30, -5,62% pour le Footsie, -6,41% pour le Dow Jones, -5,30% pour le Nasdaq et +0,49% pour le Nikkei. L'euro est à 1,3497\$.

Les 26 et 27, les ministres du travail du G20 se réunissent à Paris pour faire inscrire à l'ordre du jour de la réunion du G20 de début novembre à Cannes, sous la présidence française, plusieurs thématiques autour de l'emploi, du travail et de la protection sociale, de façon à donner à la gouvernance mondiale une autre dimension (voir www.g20-g8.com/g8-g20/g20/francais/pour-la-presse/communiques-de-presse/conclusions-des-ministres-du-travail-et-de.1464.html)

Le jeudi 29, le Bundestag vote à une très confortable majorité l'augmentation du FESF, ce qui constitue une preuve importante de la décision par l'Allemagne d'opter pour la solidarité davantage que pour la rigueur comme elle le faisait jusqu'à maintenant (notons ici que certains, y compris le Président de l'Eurogroupe, relativisent la vertu de rigueur de l'Allemagne en rappelant l'importance de la dette souveraine allemande -81,7% du PIB cette année- ainsi que les astuces statistiques utilisées pour minimiser le déficit public au sens de Maastricht : voir l'article consacré à ce sujet par Le Monde du 20 novembre).

Sur les places boursières, le mois de septembre se termine sur un net rebond, malgré la persistance des inquiétudes : comme le dit la maxime, « les marchés haussiers naissent dans le pessimisme, se développent dans le scepticisme, atteignent leur maturité dans l'optimisme et meurent dans l'euphorie ». Sur la semaine, le CAC40 gagne +6,12% (à 2982 points), le DAC30 +5,88%, le Footsie +1,22%, le Dow Jones +1,32% et le Nikkei +1,64% ; seul le Nasdaq est en baisse, de 2,73%. L'euro cote 1,3388\$.

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 en cette fin septembre 2011.

Ce paquet comporte 6 textes, d'où le nom de « six-pack » :

- 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.

• Octobre 2011 ->

Le mardi 4 est marqué par deux annonces négatives : l'agence Moody's dégrade la dette souveraine italienne de 3 crans à A2, et la banque franco-belgo-luxembourgeoise Dexia, qui finance essentiellement les collectivités locales, est au bord de la faillite. Le démantèlement de Dexia semble inexorable : la Belgique approuve la création d'une « bad bank » et la France envisage la reprise d'une partie des activités de Dexia par la CDC et la Banque postale.

Le « choc Dexia » et la menace d'un credit crunch expliquent que le mercredi 5 la chancelière allemande joigne sa voix aux experts comme ceux du FMI et de la BCE qui poussent à une

L'EURO

recapitalisation rapide des banques européennes qui présentent un risque systémique. Mais il n'y a pas consensus sur cette recapitalisation, à la fois sur le degré de sa nécessité, sur ses modalités (quelles banques ? pour quels montants ?), et sur ses conséquences, dans la mesure où elle peut avoir des effets pervers sur les finances publiques des États et donc sur leur notation. A. Merkel et N. Sarkozy doivent arrêter leur position en fin de semaine.

Pour J.C. Trichet a lieu le jeudi 6 octobre la dernière réunion du Conseil des gouverneurs : les taux directeurs ne sont pas modifiés mais les mesures non conventionnelles qui avaient été prises en 2008 sont remises au goût du jour : ouverture de l'accès illimité aux liquidités, à taux fixe et pour aussi longtemps que nécessaire, réouverture du guichet de prêts à 1 an et relance du programme d'achats d'obligations sécurisées.

Le vendredi 7, l'agence Fitch baisse les notes des dettes publiques de l'Espagne (de 2 crans, de AA+ à AA-) et de l'Italie (d'un cran, de AA- à A+).

La fin de semaine se termine sur les marchés financiers par des résultats plutôt convenables, vraisemblablement parce que les investisseurs veulent croire en la capacité de décision de responsables politiques pour régler les problèmes de la crise des dettes souveraines et de la solidité des banques : +3,81% pour le CAC40 (à 3096 points), +3,16% pour le DAX30, +4,41% pour le Footsie, +1,74% pour le Dow Jones, +2,65% pour le Nasdaq et -1,09% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3378\$.

Le dimanche 9 octobre se tient à Berlin la fort attendue rencontre entre la Chancelière allemande et le Président français sur la crise de la zone euro en général et sur la recapitalisation des banques en particulier. Mais aucun accord ne se dégage sauf sur la nécessité de trouver une solution ! Il y a donc concrètement renvoi à la réunion du G20 qui doit se tenir à Cannes début novembre...

Ce même dimanche se réunit à Bruxelles le Conseil d'administration de Dexia pour entériner la décision de démantèlement prise par les gouvernements français, belge et luxembourgeois : Dexia Banque Belgique va être nationalisé, Dexia Municipal Agency –la branche française- va être reprise par la CDC et la Banque postale.

Le mardi 11, la majorité des députés de Slovaquie rejette le renforcement du FESF : nouveau coup dur pour la zone euro !

Le jeudi 13, l'agence Fitch met en « sous surveillance négative » les notes de long terme de plusieurs banques, dont trois françaises. Pour certains experts, ce type d'information risque de nourrir des anticipations auto-réalisatrices et d'accroître par conséquent de manière cumulative les difficultés de ces banques. Pour d'autres, l'influence des agences de notation est moins déterminante car ils estiment que les agences de notation sont en réalité souvent en retard sur les marchés.

Dans la nuit du 13 au 14, S&P dégrade la note de la dette publique de l'Espagne de AA à AA- à cause des perspectives inquiétantes de croissance, du fort niveau de chômage et d'un mauvais environnement financier.

Lors de la deuxième semaine du mois les indices boursiers enregistrent des hausses qui prouvent que les marchés financiers pensent qu'ils ont été précédemment trop pessimistes : +3,95% pour le CAC40 (à 3218 points), +5,14% pour le DAX30, +3,07% pour le Footsie, +4,88% pour le Dow Jones, +7,60% pour le Nasdaq et +2,65% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3882\$.

Dans la soirée du 17, l'agence Moody's déclare se donner trois mois pour savoir s'il y a toujours une « perspective stable » pour la dette publique française ou au contraire une perspective « négative », ce qui serait alors un premier pas vers la dégradation de la note. Cette nouvelle a l'effet d'un coup de tonnerre non seulement à Paris (qui est d'ailleurs en train de préparer un nouveau train de mesures de rigueur) mais également à Bruxelles car on y craint que cela menace la crédibilité des plans de sauvetage déjà si difficilement mis au point. Cette même agence dégradera le lendemain la note de la dette espagnole.

Mardi 18, le Président Sarkozy déclare que « notre destin se joue dans les dix jours ». Il multiplie les contacts avec les autorités allemandes mais il ne parvient pas à faire valoir son point de vue quant au renforcement du FESF d'abord, puis à sa transformation en banque ensuite –ce qui permettrait au FESF d'avoir un accès illimité aux ressources de la BCE, ni quant à la résolution de la crise grecque, et pas davantage quant à la question de la recapitalisation des banques. Si bien qu'il est déjà entendu en quelque sorte que le sommet prévu dimanche 23 à Bruxelles ne pourra aboutir (A. Merkel accepte de ne pas le reporter une fois de plus à condition de ne pas traiter du renforcement du FESF) : il

L'EURO

faudra une autre réunion au plus tard le mercredi 26... pour qu'une solution soit trouvée, si possible, avant le sommet du G20 à Cannes les 3 et 4 novembre.

Le 19 octobre se tient à Francfort une soirée d'adieux pour le départ de J.-C. Trichet de la Présidence de la BCE. N. Sarkozy et A. Merkel en profite pour se rencontrer à nouveau mais la réunion de solde par un nouvel échec.

Le vendredi 21, les ministres de l'économie et des finances de la zone euro se mettent d'accord, au vu du rapport de la « troïka » -BCE/UE/FMI, sur le principe d'une restructuration de la dette grecque dans laquelle les banques européennes effaceraient entre 50% et 60% de leurs créances sur la Grèce, c'est-à-dire bien davantage que les 21% fixés par l'accord du 21 (si l'allégement de la dette grecque avait été décidé en début d'année, la décote aurait pu être inférieure à 10%...). Ce montant inquiète bien évidemment les banques les plus concernées, à commencer par les institutions financières grecques qui détiennent 15% de la dette publique du pays : un gros effort de recapitalisation va leur être nécessaire. En attendant, l'Europe va verser sa quote-part de la 6^{ème} tranche des 110 milliards d'euros de l'aide décidée pour le sauvetage de la Grèce, soit 5,8 milliards d'euros, mais le FMI n'a pas encore annoncé le versement de la sienne, de 2,2 milliards.

En la fin de cette troisième semaine, sur les marchés actions, les investisseurs sont eux-mêmes perdus, et les cours deviennent extrêmement volatiles : -1,45% pour le CAC40 (à 3171 points), +0,06% pour le DAX30, +0,41% pour le Footsie, +1,41% pour le Dow Jones, -1,14% pour le Nasdaq et -0,79% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3897\$.

Dans la nuit du 26 au 27, les 17 membres de la zone euro se réunissent pendant 10h à Bruxelles, sans compter les heures de négociation qui se sont déroulées auparavant entre les banquiers d'un côté et A. Merkel, N. Sarkozy, le Président du Conseil européen et la Directrice générale du FMI de l'autre. Car il fallait faire accepter des banques qu'elles effacent 50% de leurs créances sur l'Etat grec, soit un coût pour elles de 100 milliards d'euros (la mesure ne concerne donc que les créances privées ; elle ne vise pas les prêts bilatéraux d'autres pays ni les sommes versées par le FMI, ni les obligations rachetées par la BCE). Cela doit permettre en principe de faire passer la dette publique grecque de 165% du PIB aujourd'hui à 120% d'ici 2020, mais il faut alors que la Grèce adopte les réformes nécessaires pour ne pas continuer à produire de la dette. Cette restructuration de la dette grecque est le seul point important de l'accord conclu à l'issue de cette réunion marathon puisqu'il n'y a aucune avancée sur les autres sujets, en particulier le renforcement du FESF et a fortiori sur sa transformation en banque.

Malgré la minceur de l'accord conclu à Bruxelles, les performances boursières de la fin de cette dernière semaine du mois d'octobre montrent un retour de l'optimisme chez les investisseurs : +5,59% pour le CAC40 (à 3349 points), +6,28% pour le DAX30, +3,89% pour le Footsie, +3,58% pour le Dow Jones, +3,78% pour le Nasdaq et +4,28% pour le Nikkei. L'euro cote 1,4148\$.

Mais patatras le lundi 31 ! Sans avoir prévenu qui que ce soit, le Premier ministre grec, Georges Papandréou, annonce la tenue, début décembre, d'un référendum sur le plan de sauvetage européen. Cette annonce s'explique par la pression qu'exerce socialement et politiquement le peuple grec sur son gouvernement, mais elle remet totalement en cause ce qui a été décidé la semaine précédente à Bruxelles : elle crée donc un véritable électrochoc dans toutes les capitales européennes et déstabilise complètement les marchés financiers puisque le scénario de la faillite de la Grèce devient envisageable et qu'augmente brutalement la probabilité d'un effet de contagion et du risque d'implosion de la zone euro tout entière. Toutes les places financières plongent, en particulier pour ce qui concerne les valeurs bancaires puisque si faillite de la Grèce il y a, ce sont les banques qui seraient les premières exposées à ce défaut total.

Comme le dit J. Pisani-Ferry, ce référendum constitue une « irruption du politique dans un processus technocratique », ce qui pose la question de la place des peuples dans le fonctionnement de l'UE et de la zone euro, donc de celle de la démocratie dans les processus décisionnels. Ce référendum amène en définitive à chercher non seulement si les mesures décidées par nos technocrates et par nos responsables gouvernementaux, souvent sous l'empire des attentes des marchés, avec le souci prééminent de les satisfaire au mieux, ne sont pas prises au mépris du bien-être économique et social des populations et au contraire en faveur des intérêts financiers des institutions financières et des investisseurs sur les marchés, mais aussi si ces mesures ne s'inscrivent pas dans le cadre d'une pensée économique unique, par rapport à laquelle il serait souhaitable de prendre une distance critique. Car les solutions proposées de sorties de la crise grecque conduisent nécessairement à des politiques économiques et sociales drastiques, avec en particulier une forte et coûteuse « dévaluation

L'EURO

interne» -qualifiée parfois de «voie lettone»-, c'est-à-dire une diminution des prix et des salaires pour restaurer la compétitivité (voir deuxième partie). Alors qu'une autre stratégie est tout à fait concevable : une modification du partage de la valeur ajoutée –en faveur du travail, pour alimenter la relance de l'activité par la demande-, une régulation des marchés –pour empêcher les excès actuels de la finance-, et une politique industrielle pour réindustrialiser le Sud et en restaurer la compétitivité. Deux économistes peuvent être convoqués ici pour enrichir notre réflexion en la matière : Keynes et Schumpeter.

• Novembre 2011 ->

Le 1^{er} novembre, l'italien **Mario Draghi devient le nouveau Président de la BCE**. Il est le troisième, après Wim Duisenberg (1998-2003) et Jean-Claude Trichet (2003-2011). Lors d'une intervention à Rome en octobre, il avait déclaré : « seuls les pays qui assument leurs propres responsabilités et qui maintiennent leurs engagements sont des partenaires crédibles » (ce propos concernait non seulement la Grèce mais aussi et surtout son propre pays, surtout que l'Italie connaît maintenant des difficultés de plus en plus grandes pour rembourser sa dette souveraine). Il s'affirme aussi très attaché à la stabilité des prix et à l'équilibre budgétaire. Autant dire que cet italien est « germano-compatible ».

Les 3 et 4 se déroule à Cannes, sous la Présidence française, la réunion du G20.

Juste avant le début de la réunion, le Premier ministre grec rencontre le Président français et la chancelière allemande : cette rencontre, forcément très tendue, aboutit à une annonce faite par G. Papandréou lui-même : « la question (du référendum) ne portera pas simplement sur un programme mais sera de savoir si nous voulons rester dans la zone euro ». Et comme l'ont déclaré N. Sarkozy et A. Merkel, « c'est aux Grecs et à eux seuls de décider s'ils veulent continuer l'aventure avec nous ». En tous les cas, est remis à plus tard le versement des 8 milliards d'euros par les États membres de la zone euro et par le FMI pourtant confirmé le 21 octobre. Le couple franco-allemand avertit la Grèce que cette aide serait annulée si elle ne respectait pas ses engagements. Or, sans cette aide, la Grèce pourrait faire faillite en décembre... La confusion générale est encore accrue par l'opposition au référendum de ministres grecs importants, à commencer par celui des finances, et par la perte de la majorité du gouvernement de G. Papandréou au Parlement. Cela rend possible un vote de défiance demain vendredi et des voix de plus en plus nombreuses demandent des élections anticipées plutôt qu'un référendum.

Bien évidemment, cette confusion se traduit sur les marchés par une forte volatilité des cours.

Pendant que le G20 se réunit à Cannes, ce jeudi 3 novembre, la BCE décide, à l'unanimité et contre toute attente, d'abaisser ses taux directeurs : le taux principal passe de 1,50% à 1,25%. C'est une preuve que la Banque centrale estime que la crise des dettes souveraine est grave et qu'il y a un risque de « récession modérée ».

C'est également en soirée de ce jeudi 3 que G. Papandréou fait marche arrière, après la pression exercée sur lui, en remettant en cause l'idée du référendum, laquelle sera officiellement abandonnée le lendemain en matinée.

Lors du G20 est entérinée la proposition faite en juillet par le Comité des régulateurs de Bâle d'obliger les 24 plus grandes banques, considérées comme « systémiques », d'élever le niveau de leurs fonds propres par rapport à leurs engagements des 7% réglementaires à entre 8% et 9,5% ; et on apprend que le FMI met l'Italie sous surveillance en y supervisant la mise en œuvre des réformes. La crise grecque n'est même pas terminée (il est exigé des deux grands partis grecs qu'ils s'engagent par écrit à respecter le plan d'économies et de réformes négocié avec les créanciers) que la situation de l'Italie empire de jour en jour : les taux sur les bons du Trésor italien ne cessent de monter et dépassent maintenant 6,50%, ce qui pousse la BCE à intervenir pour qu'ils ne s'élèvent pas davantage. Cela n'empêchera pas le taux à 10 ans de franchir la barre des 7% quelques jours plus tard, ce qui rapproche le cas de l'Italie de ceux de la Grèce, du Portugal et de l'Irlande. Cela ne peut que compliquer la situation de la France, dont les taux s'écartent d'ailleurs de plus en plus de ceux de l'Allemagne (le « spread » entre les taux à 10 ans -3,344% contre 1,727%- dépasse 1,6 point de pourcentage contre 0,3 avant l'été, et ira de record en record les jours suivants, même si, il faut le souligner, les taux français restent historiquement bas), comme si les marchés considéraient d'ores et déjà notre pays comme la prochaine cible. Surtout qu'ils savent que la force de frappe du FESF est nettement insuffisante (elle vaut 440 milliards d'euros –et les discussions pour la monter à 1000 n'aboutissent pas- pour une dette grecque de 366, une dette italienne de 1924 et une dette française de

L'EURO

1727) et que Paris et Berlin ne sont pas d'accord sur le rôle que doit adopter la BCE face à la situation actuelle : Paris et d'autres capitales européennes voudraient que la BCE endosse, comme le font déjà la Fed et la BoE, le rôle de PDR (en créant de la monnaie) mais Berlin s'y oppose : non seulement par peur des risques inflationnistes –que les expériences américaine, anglaise et japonaise ne vérifient cependant pas- mais aussi parce que la BCE courrait des risques à venir au secours de tel ou tel Etat –gonflement excessif de son bilan et devenir une « bad bank »- et, si elle devait être renflouée, elle le serait en particulier par l'Allemagne, sans que celle-ci n'ait son mot à dire. Une solution serait en conséquence la mutualisation des dettes souveraines de tous les États membres pour constituer une dette publique unique européenne, avec la garantie conjointe et solidaire de tous les pays ; mais cela nécessite la révision des traités et une grande confiance entre les pays, donc un réel respect des règles.

Par ailleurs, la France reste très attachée à sa souveraineté budgétaire. Cette question est très délicate car d'un côté elle concerne la vie démocratique nationale et de l'autre la confiance entre pays que nécessiterait la mutualisation des dettes dont il vient d'être question imposerait que la surveillance des politiques budgétaires ne serait plus *a posteriori* mais *a priori*. Notons que cette perspective qu'envisage de plus en plus la Commission rejoint une autre proposition à laquelle celle-ci tient beaucoup, celle de la création d'euro-obligations (eurobonds). La BCE affirme de son côté que le rachat qu'elle fait ces temps-ci d'obligations publiques des pays en difficulté de la zone euro est forcément temporaire : autrement dit, la Banque centrale est toujours sur la ligne allemande qui défend bec et ongles les statuts de la BCE et tout spécialement son indépendance.

Bref, le risque de contagion de la crise de la dette souveraine se précise...

Dans la nuit du 4 au 5 G. Papandréou obtient un vote de confiance au Parlement grec mais se prépare à démissionner, ce qu'il fera le 6 au soir.

Il ne faut donc pas s'étonner si cette première semaine de novembre se termine sur les places boursières par de fortes baisses : -6,72% pour le CAC40 (3124 points), -5,69% pour le DAX30, -3,07% pour le Footsie, -2,03% pour le Dow Jones, -1,86% pour le Nasdaq et -1,40% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3791\$.

Le 7, le Premier ministre français F. Fillon annonce un second plan d'économies budgétaires de 65 milliards d'euros d'ici à 2016, dont près de 19 pour la période de 2012-2013.

L'après-midi du mardi 9, S. Berlusconi perd la majorité à la Chambre des députés et quitte le pouvoir qu'il a occupé pendant près de 10 ans : les taux sur la dette de l'Etat italien se détendent un peu et les marchés repartent à la hausse...

Le 10, nomination du nouveau premier ministre grec : Lucas Papademos.

Sur les places financières, la deuxième semaine montre une rare volatilité, qui s'est un peu calmé le vendredi 11, d'où des résultats mitigés : +0,83% pour le CAC40 (à 3149 points), +1,52% pour le DAX30, +0,33% pour le Footsie, +1,42% pour le Dow Jones, -0,28% pour le Nasdaq et -3,26% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3751\$.

Le 13, le Président italien charge Mario Monti, professeur d'économie et ancien commissaire européen, de former un nouveau gouvernement.

Au vu de l'évolution des spreads de taux par rapport à ceux de l'Allemagne, le site « lepoint.fr » n'hésite pas à titrer en fin de semaine (le 18) que la zone euro est au bord de la dislocation. D'ailleurs, au même moment, l'État espagnol est obligé d'emprunter au taux très élevé de 7%, même si le « ratio « bid to cover », certes en diminution, est à 1,5 (ce ratio est le rapport entre la demande de titres par les investisseurs et l'offre de titres publics).

Également en fin de semaine, deux anciens ministres français des affaires européennes qui se sont succédé à l'occasion d'une alternance politique expriment au quotidien Le Monde deux points de vue convergents: « la dictature des marchés, c'est une plaisanterie. Il s'agit d'une quinzaine de pays surendettés arrivés à un tel degré de dérive qu'ils doivent prendre des mesures » (Alain Lamassoure), et « face aux marchés, les politiques sont faibles car ils n'ont pas respecté les règles sur les déficits et la dette, et, dans la crise, ont toujours décidé trop peu et trop tard » (Elisabeth Guigou). Ce propos rejoint au mot près ce qu'écrit Jean Pisani-Ferry dans l'introduction de son livre « Le réveil des démons » (Fayard) paru ce mois-ci : « l'Europe a été dramatiquement lente à surmonter ses hésitations, à trancher ses différends, à agir. Elle a toujours fait trop peu, trop tard, et elle a ainsi dilapidé son capital de crédibilité. Elle a transformé une crise périphérique en crise existentielle ». Et J. Pisani-Ferry a raison de rappeler la conviction qu'avait Jean Monnet, l'un des pères fondateurs de l'Europe, et que toute l'histoire européenne résumée ici démontre constamment : « l'Europe se fera dans les crises, et sera la somme des solutions apportées à ces crises ».

L'EURO

Le vendredi 18, le Premier ministre britannique se rend à Berlin, via Bruxelles, pour rencontrer la Chancelière : sa position est ambiguë puisque d'un côté il souhaite davantage d'intégration de la zone euro pour qu'il n'y ait pas d'aggravation de la crise, ce qui affaiblirait encore davantage l'économie britannique, et de l'autre il s'oppose à la réforme des traités que la chancelière appelle de ses vœux pour renforcer la dimension fédérale de l'Europe parce qu'il craint un isolement progressif de son pays ; surtout que le tandem franco-allemand fait déjà pression depuis quelque temps pour durcir la régulation financière, ce qui pourrait nuire à la City de Londres. Mais D. Cameron trouve en N. Sarkozy un allié objectif dans la mesure où le Président français n'est pas très favorable à une réforme des traités, non seulement parce que celle-ci demanderait du temps alors que la crise n'attend pas, mais aussi parce qu'elle mettrait à mal la souveraineté nationale en matière budgétaire.

Malgré la formation d'un gouvernement d'union nationale en Grèce et d'un gouvernement « technique » en Italie (et le déplacement de la « troïka » à Rome comme à Athènes), les marchés boursiers sont de plus en plus inquiets sur l'avenir de la zone euro en cette fin de troisième semaine : -4,84% pour le CAC40 (à 2997 points), -4,24% pour le DAX30, -3,29% pour le Footsie, -2,04% pour le Dow Jones, -3,97% pour le Nasdaq et -1,64% pour le Nikkei. Paradoxalement, le taux de change de l'euro semble échapper à la tempête puisque la monnaie européenne cote 1,3524\$.

Le lundi 21, tout en reconnaissant les efforts budgétaires faits par le gouvernement français, l'agence de notation Moody's considère que la faible croissance du pays fait courir de grands risques à son rééquilibrage financier et qu'il lui sera difficile de financer son modèle social tel quel : elle en conclut implicitement que sa note pourrait être dégradée. Ce qui aggraverait la situation par l'amorce d'un cercle vicieux puisque les marchés réagiraient en élevant leurs taux. Il y a causalité circulaire entre les avis des agences de notation et le niveau des taux des marchés : les agences de notation prennent leurs décisions en tenant notamment compte de l'évolution des « spreads » et les taux des marchés réagissent mécaniquement aux annonces des agences. De son côté, l'agence S&P vient de réviser sa méthodologie de notation pour la rendre plus rigoureuse et va l'appliquer systématiquement aux banques dites « systémiques », parmi lesquelles se trouvent en bonne place des banques européennes...

Le mercredi 23, l'État allemand rencontre pour la première fois des difficultés pour se procurer sur les marchés les 6 milliards € qu'il souhaitait emprunter : il n'a pu lever que 3,6 milliards. C'est paradoxal quand on sait que l'État allemand est celui qui en Europe bénéficie de la plus grande confiance auprès des marchés, mais il semble que le taux proposé ne soit pas justement assez rémunérateur et/ou que les investisseurs estimate que les incertitudes qui commencent à planer sur la santé de l'économie allemande justifieraient une prime de risque. Comme souvent dans ces cas-là, c'est la Banque centrale qui va acheter les obligations non vendues pour les revendre plus tard au meilleur prix. On ne peut pas s'empêcher de remarquer que la Banque centrale allemande est contrainte d'utiliser un procédé qui alimente actuellement la polémique quant à savoir s'il faut que la BCE soit un PDR...

Également le 23, la Commission européenne publie un « Livre vert sur la faisabilité de l'introduction d'obligations de stabilité », c'est-à-dire sur la « faisabilité de l'émission commune d'obligations souveraines », c'est-à-dire encore, et de manière plus simple, sur la faisabilité d'euro-obligations. Après avoir listé d'un côté les avantages attendus et de l'autre les conditions requises pour leur mise en œuvre, de façon à éviter tout aléa moral (risque qui est l'argument majeur de l'Allemagne pour s'opposer aux euro-bonds) et à assurer la cohérence avec le traité de l'UE (la France voit dans les euro-bonds non pas une réponse à court terme à la crise actuelle mais l'occasion d'une avancée supplémentaire dans le processus d'intégration et de convergence des États membres à moyen et long termes), ce livre vert examine les trois options principales.

- D'abord, la solution maximale où la substitution est complète entre l'émission d'euro-obligations à l'émission nationale, avec des garanties conjointes et solidaires. Les avantages en sont un soutien important aux pays les moins bien notés et une bonne liquidité du marché mais les inconvénients principaux sont le risque d'aléa moral et la nécessité de modifier le traité (abrogation de l'article 125 sur le « no bail out »), ce qui peut demander du temps.
- Ensuite, la solution médiane où la substitution de l'émission d'euro-obligations à l'émission

L'EURO

nationale est partielle, avec des garanties conjointes et solidaires. Il y a donc deux manières de couvrir le besoin de financement, avec la distinction des euro-obligations appelées « obligations bleues » et des obligations nationales appelées « obligations rouges ». Le problème essentiel que soulève cette solution est la détermination du critère de partage entre les une et les autres. Une solution serait d'appliquer le critère de 60% du PIB fixé par le traité : l'émission des obligations bleues concernerait la dette inférieure à ce plafond et celle des obligations rouges vaudrait pour la dette dépassant le plafond. Une solution plus « dure », proposée par le Conseil allemand des experts économiques, serait de ne fournir des « fonds de rédemption » aux pays dont le taux d'endettement dépasse les fameux 60% qu'à concurrence de 40% de leur PIB. Le principal avantage de cette solution médiane est l'équilibre qu'elle crée entre les avantages concédés aux pays les moins bien notés et la défense de la discipline budgétaire. Ses inconvénients sont la différence de taux, un risque de tension entre les pays bien notés et ceux qui ne le sont pas et la nécessité de modifier le traité comme dans le cas de la solution maximale.

- Enfin, la solution minimale où la substitution de l'émission d'euro-obligations à l'émission nationale est partielle aussi mais avec des garanties solidaires et non conjointes. Le partage entre euro-obligations et obligations nationales peut se faire selon la même méthode que dans la solution médiane. Mais, contrairement à la solution médiane, les pays conservent la responsabilité de leur part respective de l'émission des euro-obligations et de celle des obligations nationales : ainsi, chaque pays ne serait responsable que de sa propre dette, et en rien de celle des autres. Cette solution a l'avantage de ne pas exiger une modification du traité puisque, étant certes un premier pas vers la mutualisation des dettes souveraines, elle est en réalité très proche de la situation actuelle, d'où une mise en œuvre rapide ; elle présente aussi l'avantage d'inciter fortement à la discipline budgétaire. Mais elle pose la question de la nature de la garantie sous-jacente aux euro-obligations. « En l'absence d'un rehaussement de crédit quel qu'il soit, la qualité du crédit d'une obligation de stabilité soutenue par des garanties solidaires mais non conjointes, pourrait tout au plus revêtir la qualité moyenne (pondérée) du crédit des États membres de la zone euro. Elle pourrait même être déterminée par la qualité du crédit de l'État membre le moins bien noté, à moins qu'elle ne bénéficie d'une priorité crédible par rapport aux émissions nationales dans le cas de tous les États membres. Ceci réduirait l'acceptation de l'instrument par les investisseurs et les États membres les mieux notés et compromettrait les avantages des obligations de stabilité, notamment leur stabilité en périodes de tensions financières ».

Le jeudi 24 se réunissent à Strasbourg N. Sarkozy, A. Merkel et M. Monti : loin de parvenir à un accord, ils expriment plutôt leurs divergences.

Le vendredi 25, l'agence S&P dégrade la note de la dette belge de AA+ à AA, avec une perspective « négative » à cause tout à la fois des problèmes politiques (fragilité du gouvernement), économiques (faiblesse de la croissance) et financiers (difficulté de financement sur les marchés).

La dernière semaine de novembre se termine mal sur les places financières, tant les nouvelles et les perspectives sont mauvaises, que ce soit aux Etats-Unis, au Japon et en Europe : -4,67% pour le CAC40 (à 2857 points), -5,30% pour le DAX30, -3,70% pour le Footsie, -4,78% pour le Dow Jones, -5,09% pour le Nasdaq et -3,77% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3239\$. Ces mauvaises performances boursières s'expliquent non seulement par l'actuelle aggravation de la situation financière de la zone euro et la montée d'un stress interbancaire semblable à celui qui a suivi la faillite de Lehman-Brothers mais aussi par les sombres prévisions qui sont faites maintenant concernant l'évolution de la croissance européenne pour les années qui viennent : l'inquiétude majeure est que l'Europe soit confrontée à la même situation que le Japon durant la décennie 1990 ; comme l'avaient déjà bien montré P. Artus et M.-P. Virard dans leur ouvrage paru l'année dernière : « Pourquoi il faut partager les revenus ».

Le dimanche 27 et le lundi 28, des organes de presse allemands prétendent que l'Allemagne et la France seraient d'accord pour constituer en quelque sorte une mini-zone euro regroupant les 6 pays les moins touchés par la crise, ceux qui bénéficient encore d'un AAA, avec la possibilité pour eux d'émettre des obligations communes –des « obligations d'élite » : on se rapprocherait ainsi des solutions de la mutualisation des dettes publiques et des « eurobonds » tant décriées par ailleurs.

L'EURO

Dans la nuit du dimanche 27 au lundi 28, l'agence Moody's menace tous les pays de la zone euro, y compris l'Allemagne, d'une dégradation de la notation financière de leurs dettes souveraines.

Le 28, le ministre polonais des affaires étrangères, Radek Sikorski, prononce à Berlin un discours très important, au point que l'on peut considérer qu'il est une étape importante dans l'émergence d'un couple germano-polonais comme avait été créé le couple franco-allemand avec De Gaulle et Adenauer. Ce nouveau couple supplantera-t-il le premier dans la construction de l'Europe qui vient ?

Le 30 novembre, annonce par 6 grandes banques centrales (BCE, Fed, BoE, BoJ, Banque du Canada, Banque de la Suisse) qu'elles vont intervenir de manière concertée pour soulager le système bancaire mondial du stress interbancaire dont il souffre de plus en plus et pour éviter par conséquent toute raréfaction du crédit. Le malaise des banques européennes se propage en effet à toutes les grandes banques mondiales, ce qui explique que les banques de la zone euro ne parviennent plus à se financer en dollars. C'est pour fournir des dollars aux banques européennes que les Banques centrales interviennent ; elles l'avaient déjà fait dans le cadre de la crise de 2007-2008 et, dernièrement, à la mi-septembre.

Le même jour, la Banque centrale chinoise baisse son taux des réserves obligatoires, ce qui signifie qu'elle ouvre quelque peu le robinet du crédit pour remédier à la perte de dynamisme de la croissance.

Ces deux nouvelles emballent les marchés qui enregistrent dans la journée de fortes hausses.

• Décembre 2011 ->

Le jeudi 1^{er} décembre, le Président Sarkozy fait un discours à Toulon, là où il était déjà intervenu le 25 septembre 2008, quelques jours seulement après la faillite de Lehman Brothers, pour demander une réforme profonde du capitalisme. Cette fois-ci, il a fait une analyse argumentée de la crise actuelle mais n'a pas pu avancer sérieusement des solutions, étant donné que l'accord avec l'Allemagne n'est toujours pas conclu. D'ailleurs, le lendemain, A. Merkel annonce aux députés allemands que cet accord n'est pas loin. Il n'empêche qu'elle maintient sa position en faveur d'une réforme des traités devant permettre « une union budgétaire avec des règles strictes, au moins pour la zone euro », et son opposition à une modification des statuts de la BCE. Or, il se trouve que, le 1er décembre, M. Draghi avait précisément laissé penser lors de sa première rencontre avec les députés européens que, tout en réaffirmant que les interventions actuelles de la BCE dans le traitement de la crise des dettes souveraines sont temporaires, la BCE pourrait se montrer plus souple mais à la condition expresse que les États-membres mettent au point un nouveau pacte budgétaire et aillent vers « une intégration économique plus complète ».

Est-ce à dire que la BCE acceptera à plus ou moins brève échéance d'acheter pratiquement sans limite des obligations étatiques des pays en difficulté ; cette création monétaire, qui ferait d'elle un PDR, serait l'arme absolue contre la spéculation des marchés.

Signalons que lors du déjeuner qu'il prend avec le Président français le 2 décembre le premier ministre britannique David Cameron manifeste son opposition à la proposition allemande de réformer les traités pour réaliser une union budgétaire, pour vraisemblablement ne pas avoir à affronter les eurosceptiques de son pays.

En marge des ces diverses déclarations, il faut noter que le spread entre les taux à 10 ans allemand et français se réduit pour atteindre 100 points de base contre plus du double en novembre (le taux français est le 1/12 de 3,070% contre 2,178% pour le taux allemand).

Malgré quelques dissonances dans les déclarations des principaux décideurs concernés par la crise de l'euro, la tonalité générale est jugée très positive par les marchés, spécialement depuis la décision prise par les grandes banques centrales d'intervenir de manière concertée : la première semaine de décembre est marquée par de fortes progressions des cours : +10,78% pour le CAC40 (à 3165 points), +10,70% pour le DAX30, +7,51% pour le Footsie, +7,01% pour le Dow Jones, +7,59% pour le Nasdaq et +5,93% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3392\$.

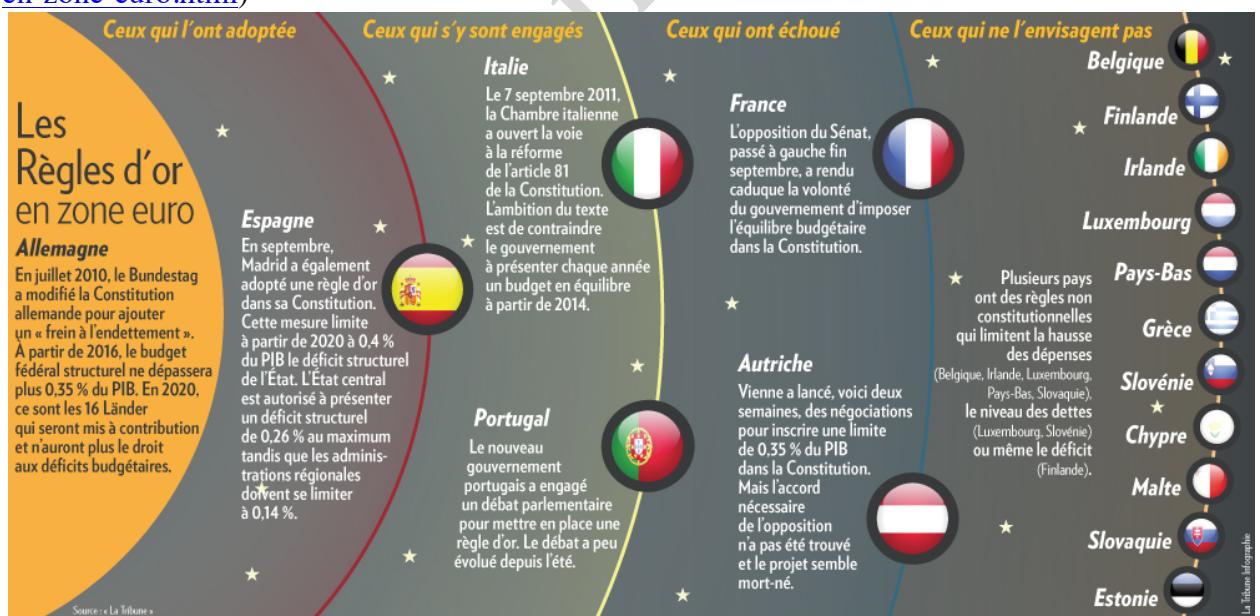
Le lundi 5, A. Merkel et N. Sarkozy ont un déjeuner de travail à l'Élysée pour préparer le Sommet européen de la fin de la semaine à Bruxelles. Il en ressort un début d'accord. Les deux dirigeants se sont mis d'accord sur une réforme du traité, mais comme N. Sarkozy pense que des pays pourront s'y opposer (en particulier les Anglais), si cela ne peut se faire à 27, cela pourrait se faire alors à 17.

L'EURO

Notons que le Président du Conseil européen n'est pas favorable à une quelconque réforme du traité, surtout à 17, ce qui, selon lui, mettrait forcément à mal la cohésion de l'UE. Il préfère que l'on développe les « coopérations renforcées » ; ce qui est également l'avis exprimé dans l'article de G. Klossa et de M. Joao Rodrigues, paru dans Le Monde du 8 décembre. Par contre, le Président de l'Eurogroupe est favorable à une telle réforme du traité, même à 17, mais à la condition qu'elle soit rapide (voir l'entretien qu'il accordé au journal Le Monde dans l'édition du 9 décembre). Cette réforme du traité aurait essentiellement pour but de rendre automatiques les sanctions contre les États qui dépasseraient la norme de 3% du PIB pour leur déficit budgétaire. De plus, si N. Sarkozy s'est rallié à l'idée de la règle d'or, il n'a pas accepté celle de confier le contrôle des budgets nationaux par la Cour de Justice du Luxembourg, pour laisser ce pouvoir de contrôle aux Cours ou Conseils constitutionnels nationaux. Et A. Merkel reste opposée aux euro-obligations. Les deux dirigeants sont d'accord pour que les banques privées ne participent plus au sauvetage des pays en difficulté, dont la dette serait dorénavant restructurée uniquement selon les règles du FMI, pour que le Mécanisme européen de stabilité (le MES, successeur annoncé pour 2012 du FESF) voie ses fonds débloqués non plus à l'unanimité mais à la majorité qualifiée (85%) et ils souhaitent que des réunions des Chefs d'État ou de gouvernement aient lieu chaque mois tant que dure la crise. Ils sont d'accord aussi pour ne pas renforcer les pouvoirs du Parlement européen. Mais ils ne disent rien sur l'élargissement éventuel du rôle de la BCE : est-ce à dire qu'ils la laissent jouer de fait un rôle de PDR vis-à-vis des pays les plus en difficulté ?

Le hasard (?) veut que ce soit ce même lundi que l'agence S&P place en « surveillance négative » 15 pays sur les 17 qui compte la zone euro, c'est-à-dire tous ses États membres, y compris les 6 qui ont AAA, mais sauf la Grèce et Chypre... dont la dette est déjà très dégradée. L'agence estime que « les tensions systémiques dans la zone ont augmenté ces dernières semaines jusqu'au point de faire pression à la baisse sur le degré de solvabilité de la zone euro dans son ensemble ». Et elle attend de pied ferme les résultats du Sommet européen des 8 et 9, spécialement en matière de gouvernance.

Note : Concernant la « règle d'or » budgétaire, on ne peut pas dire que les différents pays de la zone euro soient sur la même longueur d'onde comme le montre très bien le tableau suivant, proposé par « La Tribune » : (www.latribune.fr/actualites/economie/international/infographie-les-regles-d-or-en-zone-euro.html)



Jeudi 8, comme tous les premiers jeudis de chaque mois, le Conseil des gouverneurs de la BCE se réunit.

Plusieurs décisions importantes sont prises ; toutes traduisent le souci principal de la BCE : éviter un « credit crunch ».

Et d'abord, une nouvelle baisse des taux directeurs (le Refi passe à 1%).

Ensuite, le soutien pratiquement inconditionnel aux banques commerciales de la zone euro, comme le précise l'extrait suivant de la conférence de presse faite par le Président de la BCE : « Dans le cadre de ses efforts continus pour soutenir la situation de liquidité des banques de la zone euro, et à la suite de l'action

L'EURO

coordonnée annoncée par les banques centrales le 30 novembre 2011, visant à fournir de la liquidité au système financier mondial, le Conseil des gouverneurs a également décidé ce jour l'adoption de nouvelles mesures non conventionnelles. Ces mesures doivent permettre un meilleur accès du secteur bancaire à la liquidité et faciliter le fonctionnement du marché monétaire de la zone euro. Elles devraient favoriser l'octroi de crédits aux ménages et aux sociétés non financières. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a décidé :

Premièrement, d'effectuer deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de 36 mois et assorties d'une option de remboursement anticipé après un an. Ces opérations seront effectuées sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Le taux de ces opérations sera égal à la moyenne des taux des opérations principales de refinancement effectuées pendant leur durée respective. Les intérêts seront versés à l'échéance de chacune des opérations. L'adjudication de la première opération interviendra le 21 décembre 2011 ; elle remplacera l'opération principale de refinancement d'une durée de 12 mois annoncée le 6 octobre 2011.

Deuxièmement, d'accroître la disponibilité des garanties en abaissant le seuil de notation pour certains titres adossés à des actifs (ABS). Outre les ABS déjà éligibles aux opérations de l'Eurosystème, les ABS ayant une deuxième meilleure notation d'au moins « simple A » dans l'échelle de notation harmonisée de l'Eurosystème au moment de l'émission, et à toute date ultérieure, et dont les actifs sous-jacents comprennent des prêts hypothécaires et des prêts aux petites et moyennes entreprises, seront éligibles en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème. En outre, les banques centrales nationales seront autorisées, à titre temporaire, à accepter en garantie des créances privées performantes supplémentaires (à savoir des prêts bancaires) respectant des critères d'éligibilité spécifiques. La responsabilité de l'acceptation de ces créances privées incombera à la banque centrale nationale autorisant leur utilisation. Ces mesures prendront effet dès la publication des actes juridiques concernés.

Troisièmement, de réduire le taux des réserves, qui est actuellement de 2 %, à 1 %. Cette mesure libérera des garanties et soutiendra l'activité du marché monétaire. En raison de la politique pratiquée par la BCE consistant à servir la totalité des soumissions dans ses opérations principales de refinancement et de la façon dont les banques font usage de cette option, le système des réserves obligatoires n'a plus autant de nécessité que dans des circonstances normales pour orienter les conditions du marché monétaire. Cette mesure prendra effet à compter de la période de constitution commençant le 18 janvier 2012.

Quatrièmement, de cesser temporairement, à compter de la période de constitution débutant le 14 décembre 2011, d'effectuer des opérations de réglage fin le dernier jour de chaque période de constitution. Il s'agit d'une mesure technique destinée à soutenir l'activité du marché monétaire. (...) Comme souligné à plusieurs reprises, toutes les mesures non conventionnelles sont, par construction, de nature temporaire ».

Par contre, et contrairement aux prévisions ou aux souhaits de beaucoup, la BCE ne prévoit pas d'aider plus significativement les pays en difficulté en leur achetant davantage des obligations publiques. Elle réaffirme la nécessité d'un nouveau pacte budgétaire et de réformes structurelles :

« tous les gouvernements de la zone euro doivent, de toute urgence, faire le maximum afin de favoriser la soutenabilité budgétaire dans l'ensemble de la zone. Un nouveau pacte budgétaire, comprenant à la fois une réaffirmation fondamentale des règles budgétaires et les engagements budgétaires déjà pris par les gouvernements de la zone euro, constitue la condition préalable la plus importante pour restaurer le fonctionnement normal des marchés financiers. Les responsables politiques doivent corriger les déficits excessifs et tendre vers des budgets équilibrés au cours des années à venir, en déterminant et en mettant en œuvre les mesures d'ajustement nécessaires. Cette évolution favorisera la confiance du grand public quant à la solidité des actions entreprises, renforçant ainsi le climat économique général.

Pour accompagner l'assainissement budgétaire, le Conseil des gouverneurs a appelé à maintes reprises à des réformes structurelles audacieuses et ambitieuses. Menés de pair, l'assainissement budgétaire et les réformes structurelles renforceraient la confiance, les perspectives de croissance et la création d'emplois. Des réformes fondamentales doivent être immédiatement mises en œuvre afin de permettre aux pays de la zone euro d'améliorer leur compétitivité, d'accroître la flexibilité de leurs économies et de rehausser leur croissance potentielle de long terme. Les réformes du marché du travail doivent s'attacher à éliminer les rigidités et à accentuer la flexibilité des salaires. Les réformes des marchés de produits doivent viser à l'ouverture complète de ces marchés à une concurrence accrue ».

Les 8 et 9 décembre se tient à Bruxelles un Sommet européen souvent considéré comme celui de la dernière chance pour sauver la zone euro. L'un des faits importants est que le Royaume-Uni se désolidarise des décisions prises, ce qui fait titrer Le monde du 10 : d'un côté, « L'Europe à 27, c'est fini » et de l'autre, « La zone euro court-circuite le Royaume-Uni » : en effet, les 17 n'ont pas pu faire autrement que de décider de négocier entre eux un traité intergouvernemental, et cela pour essentiellement y inscrire noir sur blanc un nouveau pacte budgétaire. Si, mis à part le R.-U, tous les pays de l'UE mais hors zone euro s'y rallient, on aura à faire à une nouvelle Europe à 26 au lieu de 27. Cela confirme l'objectif qu'ont les Britanniques depuis le tout début de l'histoire européenne : seule l'Europe-grand marché les intéresse, pas l'Europe monétaire et encore moins l'Europe politique. Le gouvernement de D. Cameron est le gouvernement le plus euro-sceptique que le R.-U. a connu. Seulement, à se désolidariser ainsi et à s'isoler de cette manière, leurs propres intérêts, c'est-à-dire ceux de la City, peuvent en subir négativement des conséquences étant donné que l'UE à 26 pourra prendre des décisions sur la régulation financière qui leur soient contraires. Cela explique que des milieux d'affaires britanniques expriment des réserves sur la position de leur

L'EURO

gouvernement. Quand Le Monde écrit « l'Europe à 27 c'est fini », on peut se demander si le sauvetage de la zone euro ne conduit pas à la mort de l'Union européenne ou tout au moins à une transformation profonde de son fonctionnement et à un changement considérable de sa trajectoire.

Voici le texte de la déclaration finale :

« L'Union européenne et la zone euro ont consenti beaucoup d'efforts au cours des dix-huit derniers mois pour améliorer la gouvernance économique et adopter de nouvelles mesures en réponse à la crise de la dette souveraine. Néanmoins, les tensions sur les marchés de la zone euro se sont intensifiées, et nous devons redoubler d'efforts pour relever les défis actuels. Aujourd'hui, nous sommes convenus de progresser sur la voie d'une union économique plus forte. Pour ce faire, nous devons agir dans deux directions:

- un nouveau pacte budgétaire et une coordination accrue des politiques économiques;
- le développement de nos instruments de stabilisation pour faire face aux problèmes à court terme.

Une architecture renforcée pour l'Union économique et monétaire

1. La stabilité et l'intégrité de l'Union économique et monétaire et de l'Union européenne dans son ensemble requièrent la mise en œuvre rapide et déterminée des mesures déjà arrêtées, ainsi que d'autres évolutions qualitatives vers une réelle "union de stabilité budgétaire" au sein de la zone euro. À côté de la monnaie unique, il est indispensable de disposer d'un pilier économique solide s'appuyant sur une gouvernance renforcée pour favoriser la discipline budgétaire et une plus grande intégration dans le marché intérieur, ainsi qu'une croissance plus forte, une compétitivité accrue et la cohésion sociale. Pour atteindre cet objectif, nous prendrons pour base et renforcerons ce qui a été réalisé au cours de ces dix-huit derniers mois: le Pacte de stabilité et de croissance renforcé, la mise en œuvre du semestre européen débutant ce mois-ci, la nouvelle procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques et le pacte pour l'euro plus.

2. Ayant à l'esprit cet objectif primordial et fermement déterminés à surmonter ensemble les difficultés que nous connaissons actuellement, nous nous sommes mis d'accord aujourd'hui sur un nouveau "pacte budgétaire" et sur une coordination nettement renforcée des politiques économiques dans des domaines d'intérêt commun.

3. Cela nécessitera un nouveau contrat entre les États membres de la zone euro prenant la forme de règles communes et ambitieuses traduisant dans un nouveau cadre juridique leur ferme détermination politique.

Un nouveau pacte budgétaire

4. Nous nous engageons à mettre en place une nouvelle **règle budgétaire**, comportant les éléments suivants :

- Les budgets des administrations publiques sont à l'équilibre ou en excédent; ce principe est réputé respecté si, d'une manière générale, le déficit structurel annuel n'excède pas 0,5 % du PIB nominal.
- Cette règle sera également introduite dans les systèmes juridiques nationaux des États membres au niveau constitutionnel ou équivalent. La règle prévoira un mécanisme de correction automatique qui sera déclenché si un écart est constaté. Ce mécanisme sera mis au point par chaque État membre sur la base de principes proposés par la Commission. Nous reconnaissions la compétence de la Cour de justice pour vérifier la transposition de cette règle au niveau national.
- Les États membres progressent vers leur niveau de référence spécifique selon un calendrier proposé par la Commission.
- Les États membres qui font l'objet d'une procédure pour déficit excessif soumettent à la Commission et au Conseil, pour approbation, un programme de partenariat économique détaillant les réformes structurelles nécessaires pour assurer une correction véritablement durable des déficits excessifs. La mise en œuvre du programme, et les plans budgétaires annuels compatibles avec celui-ci, seront surveillés par la Commission et le Conseil.
- Un mécanisme sera mis en place afin que les États membres puissent donner à l'avance des indications sur leurs plans nationaux d'émission de dette.

5. Les règles régissant la procédure pour déficit excessif (article 126 du TFUE) seront renforcées dans les États membres de la zone euro. Dès que la Commission aura établi qu'un État membre enfreint la règle du plafond des 3 %, il y aura des conséquences automatiques, à moins que les États membres de la zone euro ne s'y opposent à la majorité qualifiée. Des mesures et des sanctions, proposées ou recommandées par la Commission, seront adoptées, à moins que les États membres de la zone euro ne s'y opposent à la majorité qualifiée. La spécification du critère d'endettement en termes de référence numérique pour la réduction de la dette (règle du 1/20e) pour les États membres dont la dette publique dépasse 60 % doit être intégrée dans les nouvelles dispositions.

6. Nous examinerons rapidement les nouvelles règles proposées par la Commission le 23 novembre 2011 concernant i) le suivi et l'évaluation des projets de plans budgétaires et la correction du déficit excessif dans les États membres de la zone euro et ii) le renforcement de la surveillance économique et budgétaire des États membres connaissant ou risquant de connaître de graves difficultés en ce qui concerne leur stabilité financière dans la zone euro. Nous engageons le Conseil et le Parlement européen à examiner rapidement ces réglementations de sorte qu'elles soient en vigueur pour le prochain cycle budgétaire. Conformément à ce nouveau cadre juridique, la Commission examinera en particulier les principaux paramètres de la position budgétaire dans les projets de plans budgétaires et, au besoin, adoptera un avis sur ces plans. Si la Commission constate un non-respect grave du Pacte de stabilité et de croissance, elle demandera un projet de plan budgétaire révisé.

7. Pour le plus long terme, nous continuerons à rechercher la manière d'approfondir encore l'intégration budgétaire de façon à mieux refléter notre degré d'interdépendance. Ces questions feront partie du rapport qui sera présenté en mars 2012 par le président du Conseil européen en coopération avec le président de la Commission et le président de l'Eurogroupe. Ces derniers rendront également compte des relations entre l'UE et la zone euro.

Renforcement de la coordination des politiques et de la gouvernance

L'EURO

8. Nous sommes convenus de recourir plus activement à une coopération renforcée sur les questions qui sont essentielles au bon fonctionnement de la zone euro, sans porter atteinte au marché intérieur.

9. Nous sommes déterminés à œuvrer en faveur d'une politique économique commune. Une procédure sera mise en place afin que toutes les grandes réformes de politique économique envisagées par les États membres de la zone euro soient débattues et coordonnées au niveau de la zone euro, en vue de définir une méthode d'évaluation des meilleures pratiques.

10. La gouvernance de la zone euro sera renforcée ainsi qu'il a été convenu lors du sommet de la zone euro du 26 octobre. En particulier, les sommets ordinaires de la zone euro se tiendront au moins deux fois par an.

Renforcement des outils de stabilisation

11. Les réformes à long terme telles que celles qui sont exposées plus haut doivent s'accompagner d'une action immédiate visant à répondre énergiquement aux tensions que connaissent actuellement les marchés.

12. L'effet de levier du Fonds européen de stabilité financière (FESF) sera rapidement activé au moyen des deux options concrètes approuvées par l'Eurogroupe le 29 novembre. Nous nous félicitons que la BCE soit disposée à intervenir comme agent du FESF dans le cadre de ses opérations de marché.

13. Nous convenons **d'accélérer l'entrée en vigueur du traité instituant le Mécanisme européen de stabilité (MES)**. Ce traité entrera en vigueur dès que les États membres représentant 90 % des engagements en capital l'auront ratifié. Notre objectif commun est que le MES entre en vigueur en juillet 2012.

14. S'agissant des **ressources financières**, nous convenons de ce qui suit :

- le FESF demeurera actif dans le financement de programmes qui ont été lancés jusqu'à la mi-2013, comme prévu dans l'accord-cadre; il continuera d'assurer le financement des programmes en cours en fonction des nécessités ;
- nous réévaluerons en mars 2012 le caractère adéquat du plafond global du FESF/MES fixé à 500 milliards d'euros (670 milliards de dollars américains) ;
- lors de la phase initiale de mobilisation du capital versé, nous sommes disposés à accélérer les versements de capital afin de maintenir un ratio minimal de 15 % entre le capital versé et l'encours des émissions du MES et de garantir une capacité de financement effective combinée de 500 milliards d'euros ;
- les États membres de la zone euro et les autres États membres envisageront, et confirmeront dans un délai de dix jours, la mobilisation de ressources supplémentaires pour le FMI d'un montant pouvant aller jusqu'à 200 milliards d'euros (270 milliards de dollars américains), sous la forme de prêts bilatéraux, afin que le FMI dispose de ressources suffisantes pour faire face à la crise. Nous espérons que des contributions parallèles seront apportées par la communauté internationale.

15. Nous marquons notre accord sur les **ajustements suivants du traité instituant le MES, dans le but de le rendre plus efficace**:

• s'agissant de la **participation du secteur privé**, nous respecterons à la lettre les principes et pratiques bien établis du FMI. Cela apparaîtra sans ambiguïté dans le préambule du traité. Nous réaffirmons clairement le caractère unique et exceptionnel des décisions prises le 21 juillet et les 26 et 27 octobre concernant la Grèce; des clauses d'action collective normalisées et identiques seront prévues, de façon à préserver la liquidité du marché, dans les conditions dont seront assorties toutes les nouvelles obligations d'État libellées en euros ;

• pour que le MES soit en mesure de prendre les décisions nécessaires quelles que soient les circonstances, les **règles de vote au sein du MES seront modifiées pour y intégrer une procédure d'urgence**. La règle prévoyant une prise de décision d'un commun accord sera remplacée par une majorité qualifiée de 85 % au cas où la Commission et la BCE concluraient qu'une décision urgente liée à une aide financière est nécessaire si la viabilité financière et économique de la zone euro est menacée (Sous réserve de confirmation du parlement finlandais).

16. Nous nous félicitons des mesures prises par l'Italie ; nous nous réjouissons par ailleurs de la détermination du nouveau gouvernement grec, et des partis qui lui apportent leur soutien, à mettre en œuvre intégralement son programme, ainsi que des progrès importants accomplis par l'Irlande et le Portugal dans la mise en œuvre de leurs programmes.

Certaines des mesures décrites plus haut peuvent faire l'objet de décisions relevant du droit dérivé. Les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro estiment que les autres mesures devraient figurer dans le droit primaire. En l'absence d'unanimité parmi les États membres de l'UE, ils ont décidé de les adopter au moyen d'un accord international à signer en mars ou à une date antérieure. L'objectif demeure d'intégrer ces dispositions dans les traités de l'Union le plus rapidement possible. Les chefs d'État ou de gouvernement de la Bulgarie, du Danemark, de la Hongrie, de la Lettonie, de la Lituanie, de la Pologne, de la République tchèque, de la Roumanie et de la Suède ont évoqué la possibilité de prendre part à ce processus après consultation de leurs parlements le cas échéant ».

Le projet de traité intergouvernemental, préparé par la Commission, et qui doit être signé d'ici mars 2012, sera présenté aux 26 membres dès le vendredi 16 et les négociations démarreront le mardi 20. Ce texte soulève en particulier deux questions :

- 1) Sur le plan juridique, un accord intergouvernemental entre un certain nombre d'États membres peut-il impliquer les institutions européennes, notamment la BCE et le Parlement européen, qui, par définition « appartiennent » aux 27 ?
- 2) Sur le plan économico-financier, le carcan budgétaire prévu pour les politiques budgétaires nationales fait rapidement l'objet de deux critiques : d'abord, ce carcan peut aussi bien être considéré soit comme non conforme aux traités actuels soit au contraire comme inutile dans le cadre de ces mêmes traités, et ensuite, rien n'est

L'EURO

prévu corrélativement en matière de politique européenne en faveur de la croissance économique. Finalement, la question est de savoir si un PSC éventuellement révisé mais surtout effectivement appliqué ne serait pas suffisant.

Après des États, des collectivités locales et des banques, S&P met le vendredi 9 sous surveillance négative plusieurs compagnies d'assurances européennes, dont, pour la France, Axa, CNP et CCR. D'ailleurs, les performances des marchés financiers en fin de semaine sont mitigées : +0,23% pour le CAC40 (à 3172 points), -1,55% pour le DAX30, -0,42% pour le Footsie, +1,37% pour le Dow Jones, +0,76% pour le Nasdaq et -1,24% pour le Nikkei.

Ces résultats mitigés reflètent la schizophrénie intrinsèque des marchés puisque d'un côté ils exigent l'assainissement des finances publiques par l'adoption de plans de rigueur mais, d'un autre côté, ils attendent en même temps des perspectives de croissance économique.

L'euro baisse en cotant 1,3387\$. La monnaie unique commence à subir les conséquences de la crise de la zone euro : elle va continuer à baisser puisqu'elle passera sous 1,30\$ le 15 ; ce qui présente, comme d'habitude, des avantages (pour tirer l'activité par les exportations) et des inconvénients (en nourrissant l'inflation importée).

Le graphique suivant résume l'évolution du taux de change EUR-USD depuis le lancement de l'euro :



Le vendredi 16, l'agence Moody's dégrade de deux crans la note de la dette belge, avec une perspective négative. Elle est notée Aa3, ce qui est la quatrième meilleure note, alors que la Belgique a la troisième meilleure note chez S&P et la deuxième chez Fitch ; laquelle agence Fitch dégrade de « stable » à « négative » la perspective de la note des emprunts publics français. Aux trois phénomènes marquants de la période actuelle –contagion de la crise de dettes souveraines, grande fragilité du système bancaire et faiblesse de la croissance économique- se rajoute en ce moment le fait que « tout le monde » attend, résigné, une dégradation prochaine de la note de la dette souveraine française. Ce triste tableau général explique les fortes baisses sur les marchés en cette fin de deuxième semaine de décembre : -6,31% pour le CAC40 (à 2972 points), -4,76% pour le DAX30, -2,57% pour le Footsie, -2,61% pour le Dow Jones, -3,46% pour le Nasdaq et -1,58% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3046\$. Même le cours de l'or est en train de baisser ces jours-ci. Des experts considèrent que le métal jaune perd son statut de valeur refuge et qu'il rejoint les autres matières premières, marquées par des cours très volatiles et par la constitution périodique de bulles spéculatives.

L'EURO

Dans son édition du 19 décembre, le Financial Times publie un entretien que lui a accordé Mario Draghi, dans lequel le Président de la BCE évoque ouvertement l'hypothèse de l'éclatement de la zone euro pour insister sur les dangers pour un pays de la quitter et où il réaffirme son opposition à la monétisation des dettes souveraines des pays en difficulté, parce que cela mettrait dangereusement à mal la crédibilité de la Banque centrale. Ce même 19 décembre, c'est dans son rapport semestriel sur la stabilité financière que la BCE fait part de ses très vives inquiétudes sur la situation de plusieurs grandes banques de la zone euro : l'indicateur de risque systémique, qui avait atteint 15% lors de la crise des subprimes, est aujourd'hui à 25% !

C'est ce même 19 décembre que les États membres de l'UE décident d'abonder les ressources du FMI pour être en mesure d'aider l'Espagne et l'Italie si besoin est. Mais au lieu des 200 milliards d'euros attendus, l'enveloppe n'est que de 150 milliards à cause du refus du R.-U de participer (il y a également le refus des É.-U).

Le mercredi 21, face aux difficultés de liquidité des banques et au blocage du marché interbancaire et pour éviter les risques de déstabilisation du système bancaire et de « credit crunch » qui peuvent en découler, la BCE décide de se porter à leur secours en leur proposant des prêts sur 3 ans à 1%. Cette offre aura un très grand succès. D'autant plus grand que les banques vont utiliser ces liquidités abondantes mises à leur disposition par la BCE pour effectuer en réalité des dépôts auprès de cette dernière au lieu de s'en servir pour réamorcer le marché interbancaire.

On voit ainsi la BCE se comporter en PDR vis-à-vis des banques, alors qu'elle continue à refuser de jouer ce rôle en faveur des États.

Cela pose trois questions.

D'abord, en fonction du constat évoqué précédemment, on est en droit de se demander si la stratégie de sauvetage des banques n'est pas détournée de son vrai but : les banques font en effet faire un aller-retour aux liquidités fournies par la BCE, ce qui montre qu'elles visent en priorité la sécurité puisqu'elles y perdent dans cette opération la différence entre le taux auxquels elles empruntent (1%) et le taux de la « facilité de dépôt » (0,25%).

Ensuite, la question du comportement opportuniste que peut adopter, en termes d'aléa moral, celui qui sait qu'il a un PDR : on constate que, jouant pour les unes et ne jouant pas pour les autres le rôle de PDR, les comportements opportunistes ne sont pas fondamentalement différents.

Enfin, la question de l'indépendance de la BCE : ce principe n'est-il pas un obstacle au règlement de la crise des dettes souveraines ?

On vient de le voir avec les déclarations du Président de la BCE, que la question de la désintégration de la zone euro n'est plus un tabou. Certains disent même que de grandes entreprises s'y préparent. Il y a plus : dans son édition des 24-25 et 26 décembre, Le Monde publie un article d'un collectif d'économistes qui propose rien moins qu'un « démontage concerté de l'euro ». Le principal intérêt de cet article est d'insister sur l'hétérogénéité de la zone euro en matière de comptes extérieurs (avec des pays en gros déficits parce que insuffisamment compétitifs –Grèce, Portugal, Espagne, Irlande-, des pays en déficits à cause essentiellement d'IDE à l'étranger importants –France, Italie-, et des pays excédentaires –Pays-Bas, Belgique, Luxembourg, et bien sûr Allemagne). Dans une telle configuration, le sort de l'euro semble scellé : une « explosion incontrôlable » est inévitable selon les auteurs. Alors, il vaut mieux prévenir que guérir en mettant en place « une concertation européenne en vue d'aboutir au démontage nécessaire de l'euro ». Et, pour ce faire, les auteurs préconisent plusieurs mesures que nous résumons de la manière suivante : 1) le remplacement de l'euro par les monnaies nationales, 1 pour 1 ; 2) la fixation d'un commun accord des taux de change entre les monnaies nationales en tenant compte des écarts d'inflation et de l'état des comptes extérieurs des différents pays ; 3) les dévaluations-réévaluations qui s'avèreront nécessaires seront déterminées par rapport à une unité commune de compte qui ressemblerait à l'ancien ECU ; 4) le maintien des prix tels qu'ils sont avant le « démontage » pour l'ensemble des biens et services et des actifs immobiliers, financiers et bancaires ; 5) les banques centrales perdent leur statut d'indépendance ; 6) les taux de change sont soumis à un flottement contrôlé, avec éventuellement la mise en place d'un nouveau « SME » ; 7) il est souhaitable que l'opération de « démontage » de l'euro se fasse quand celui-ci est plutôt bas par rapport aux autres monnaies ; 8) et il faudrait que le financement monétaire des dettes souveraines soit à nouveau possible.

Notons que d'autres auteurs préconisent de changer le statut de l'euro en faisant qu'il ne soit plus la

L'EURO

monnaie unique mais une monnaie commune : il y aurait donc là aussi un retour des monnaies nationales (euro-franc, euro-mark, etc) ; chacune ne serait convertible qu'en euro selon un taux de change fixe mais ajustable périodiquement et c'est la BCE qui assurerait la convertibilité de l'euro en devises. Cela redonnerait aux États membres la souveraineté monétaire et, grâce à la possible révision des taux de change internes, un levier d'ajustement macroéconomique qui manque cruellement aujourd'hui.

• JANVIER 2012 ->

Le 1^{er} janvier, **deux anniversaires** sont à fêter mais en réalité ils passent relativement inaperçus. Le premier est celui des 20 ans de l'ouverture du Marché unique introduit dans le Traité européen par l'Acte unique de 1986. Mais en réalité, le Marché unique n'est pas achevé. D'ailleurs, en octobre 2009, le Président de la Commission européenne, M. Barruso, avait confié à M. Monti la confection d'un rapport sur la relance du Marché unique. Car il subsiste des barrières commerciales non négligeables comme le montrent plusieurs études et, par conséquent, d'importants progrès sont encore possibles dans l'intégration européenne. Si l'intégration était totale, des chercheurs du CEPII estiment que le PIB de l'UE à 27 croîtrait de 14% en 10 ans et de 11,6% pour ce qui concerne la France (pour davantage d'éléments d'analyse, voir la lettre du CEPII n°316 de décembre 2011). À une époque où la croissance fait cruellement défaut, cette estimation vaut la peine d'être méditée. Le second anniversaire est celui de l'euro fiduciaire qui a 10 ans d'existence. Cet anniversaire n'est pas fêté gairement parce que la zone euro est en pleine crise et que se pose même de plus en plus la question de sa survie.

En ce début de nouvelle année, plusieurs indicateurs montrent que l'économie américaine va mieux : son taux de croissance s'affermi, la production industrielle connaît un rebond, la création d'emplois redémarre et le climat de confiance des consommateurs s'améliore.

En Europe, la situation est tout autre : la Grèce s'enlise de plus en plus au point que le risque d'être « sortie » de la zone euro par les marchés devient de plus en plus grand. Le nouveau Premier ministre, Lucas Papademos, est en bute à la fois avec les banques qui n'acceptent pas une décote de 50% de leurs créances sur l'État grec –alors qu'une décote plus importante serait même sans doute nécessaire- et avec les syndicats du secteur privé qui refusent une baisse du salaire minimum.

Sur les marchés d'actions, la première semaine de janvier et de la nouvelle année se termine avec des performances très contrastées, ce qui prouve l'expectative dans laquelle se trouvent les investisseurs : -0,71% pour le CAC40 (à 3137 points), +2,71% pour le DAX30, +1,38% pour le Footsie, +1,16% pour le Dow Jones, +2,65% pour le Nasdaq, -0,76% pour le Nikkei. L'euro continue à baisser : il cote 1,2716\$.

Le lundi 9, A. Merkel et N. Sarkozy se retrouvent à Berlin pour se pencher à nouveau en priorité sur le cas grec. Car les décisions prises en octobre 2011 ne sont toujours pas mises en application : les deux chefs d'État pressent l'État grec à signer un accord avec ses créanciers privés pour un échange volontaire des dettes à échéance courte contre des obligations à trente ans dont le montant nominal serait le même, mais avec une décote de 50% de sa dette. Ces négociations entre les autorités grecques et les banquiers ne se passent pas bien. Et la situation politique grecque tendue et la récession qui lamine les efforts budgétaires sont des facteurs de complication supplémentaires.

Le jeudi 12, le Conseil des gouverneurs de la BCE laisse inchangés les taux directeurs. Mais la BCE maintient sa fourniture de liquidités aux banques bien qu'elles les redéposent aussitôt sur leurs comptes à la BCE, au lieu de se prêter entre elles et/ou de financer l'économie réelle et/ou d'acheter des obligations étatiques... D'ailleurs, les banques sont actuellement essentiellement préoccupées par leur recapitalisation qu'elles doivent réaliser sous la pression des autorités européennes dans des délais très brefs (d'ici le 30 juin elles doivent trouver 115 milliards d'euros de capitaux et elles ont jusqu'au 20 janvier pour communiquer le plan de recapitalisation à leurs autorités de tutelle).

Le même jour, l'Espagne et l'Italie lancent avec succès leurs premières émissions d'obligations de la nouvelle année, et à des taux en diminution.

Le vendredi 13... : deux très mauvaises nouvelles pour la zone euro.

• L'agence de notation annonce la dégradation de la note de dettes souveraines de neuf pays de la zone euro, dont la France :

- Pays dont la note est dégradée d'un cran :

L'EURO

la France, de AAA à AA+, avec une perspective négative, ce qui veut dire une possible nouvelle baisse dans "un délai de six à 24 mois".

l'Autriche, de AAA à AA+
 la Slovénie, notée désormais A,
 la Slovénie, notée désormais A+,
 Malte, notée désormais A-

- Pays dont la note est dégradée de deux crans :

l'Espagne, notée désormais A
 l'Italie, notée désormais BBB+
 le Portugal, noté désormais BB

Chypre, noté désormais BB+ et placé en catégorie spéculative.

En fin de 3^{ème} trimestre 2011, la dette publique française s'élevait à 85,3% du PIB et se décomposait de la manière suivante :

Milliards d'euros et (%) du PIB	3 ^{ème} trimestre 2010	4 ^{ème} trimestre 2010	1 ^{er} trimestre 2011	2 ^{ème} trimestre 2011	3 ^{ème} trimestre 2011
Total administrations publiques	1575,0 (82,1%)	1591,2 (82,3%)	1646,1 (84,5%)	1692,1 (86,2%)	1688,9 (85,3%)
État	1238,1 (64,54%)	1245,0 (64,40%)	1286,5 (66,04%)	1339,1 (68,22%)	1330,7 (67,21%)
Autres Adm. Centrales	16,4 (0,85%)	15,0 (0,78%)	11,9 (0,61%)	10,7 (0,55%)	10,8 (0,55%)
Adm. publiques territoriales	149,5 (7,79%)	160,6 (8,31%)	156,6 (8,04%)	153,8 (7,83%)	152,9 (7,72%)
Adm. de Sécurité sociale	171,0 (8,91%)	170,6 (8,82%)	191,2 (9,81%)	189,0 (9,63%)	194,6 (9,83%)
Fin' par dépôts	22,3	23,0	26,4	28,2	31,0
Fin' par Titres négociables CT	258,4	238,7	243,8	254,4	266,8
Fin' par Titres négociables LT	1083,5	1107,9	1162,9	1212,5	1190,5
Fin' par crédits CT	31,8	27,9	26,9	9,9	12,3
Fin' par crédits LT	179,0	193,7	186,1	187,4	188,4

Source : INSEE

Remarque : Dans le tableau précédent, et comme c'est l'habitude, la dette publique et ses composantes sont évaluées en pourcentages du PIB. Mais comme l'écrit judicieusement Paul Jorion dans Le Monde du 10 janvier 2012, à propos de la mesure du déficit public, et donc de la dette publique, « pourquoi comparer les pommes de dépenses aux poires du PIB, plutôt que les pommes des dépenses aux pommes des recettes ? » Il conteste en conséquence la façon dont sont exprimées les normes imposées par le PSC (3% du PIB maximum pour le déficit public et 60% du PIB maximum pour la dette publique), ce qui l'amène à critiquer vigoureusement la fameuse « règle d'or » qu'il est question d'inscrire dans la Constitution : « la formule de la règle d'or implique qu'aussitôt que le coupon moyen de la dette souveraine d'une nation dépasse le taux de croissance de son économie, le rapport dette/PIB se dégrade inéluctablement. Or les politiques d'austérité mal avisées des dirigeants européens ont un impact négatif sur la croissance, augmentant le risque de dégradation de la notation de la dette souveraine de leur pays, et provoquant l'effet de ciseaux redouté, puisque d'un côté le taux de croissance baisse tandis que, de leur côté, les taux exigés par le marché des capitaux pour la dette montent. (...) C'est au nom de la règle d'or que l'on malmène la démocratie en Europe et qu'on assassine sa monnaie commune ».

Si les statistiques étaient ainsi établies, en mettant en regard les dépenses et les recettes publiques, on se rendrait compte que durant toute cette période au cours de laquelle les ratios de déficit et de dette publics se sont aggravés, ce ne sont pas

L'EURO

les dépenses publiques qui se sont trop alourdies (52,8% du PIB dans les années 1990 et 52,9% dans les années 2000), mais ce sont les recettes publiques qui ont excessivement diminué pour deux raisons : la crise économique qui a suivi la crise financière et la politique fiscale avec des exonérations, des baisses d'impôts et des niches fiscales. Si bien que le remède n'est pas à chercher systématiquement dans la chasse aux dépenses qui ne peut que nuire à la qualité de nos services publics et de notre système social, en sachant qu'il peut être certes nécessaire de réduire ou de contenir les dépenses courantes mais qu'il faut préserver les dépenses favorables à la croissance et aux progrès de la productivité ; le remède est du côté de l'augmentation des recettes, par une politique orientée vers davantage de croissance, conjoncturellement et structurellement, et par une réforme fiscale digne de ce nom, en privilégiant ses leviers redistributifs et en évitant les distorsions et les effets négatifs sur la croissance. De toute façon, diminuer la dette demande du temps, sans doute entre 6 et 8 ans, et à condition que la politique budgétaire mise en œuvre soit crédible grâce à un bon dosage entre les mesures portant sur les dépenses et celles concernant les recettes.

Soulignons que même l'agence S&P qui vient de dégrader 9 dettes souveraines de la zone euro estime qu'« un paquet de réformes ne reposant que sur le seul pilier de l'austérité budgétaire risque de devenir auto-destructeur ». Dans ce même commentaire de sa décision récente, S&P critique l'ensemble des responsables européens de ne pas prendre les décisions qu'impose la situation, sauf la BCE qui a pu éviter, selon S&P, « un effondrement de la confiance des marchés ».

Un autre constat paradoxal : entre rigueur et relance, le choix n'est pas le même de part et d'autre de l'Atlantique. En effet, c'est aux États-Unis, pays considéré comme le grand représentant du libéralisme économique, que le choix de la relance keynésienne est fait (des études montrent que la relance est plus efficace –via les multiplicateurs– par le soutien et a fortiori l'augmentation des dépenses publiques que par la réduction des recettes publiques), alors que l'Europe, bastion historique de l'interventionnisme, fait celui de la rigueur. Or, à la question : les politiques de consolidation budgétaire sont-elles adaptées à la situation conjoncturelle actuelle, la réponse est non car les économies avancées se situent actuellement toutes en bas du cycle et dans ce contexte, les multiplicateurs budgétaires sont élevés et les effets récessifs des politiques d'austérité seront forts. Plus même, plusieurs travaux, comme ceux de Christina Romer et ceux du FMI, pourtant champion de l'orthodoxie budgétaire, montrent de manière assez robuste que les politiques d'équilibre budgétaire réduisent plutôt l'activité économique (à l'occasion des prévisions trimestrielles du FMI parues en juillet 2012, son chef économiste Olivier Blanchard écrira : « les freins de la consolidation budgétaire sont au maximum de leur puissance. Leurs effets multiplicateurs ont coûté en moyenne 1 à 1,5 point de croissance à court terme dans les pays avancés, et plus que cela dans les pays en crise »). Quand on sait qu'en France les dépenses publiques sont pour 54% des transferts en direction des ménages et pour 24% des salaires versés aux fonctionnaires, on comprend que les réduire aboutit à diminuer les revenus, donc la demande et en définitive aussi la production.

Sur cette question de la valeur des multiplicateurs en fonction de la phase de cycle, il convient de citer l'article qu'ont fait paraître J. Creel, É. Heyer et M. Plane dans la revue de l'OFCE en janvier 2011 et dont on se permet de reproduire la conclusion : « La question de savoir à quel moment mener une politique budgétaire est cruciale. Il en va en effet de l'efficacité même de la stratégie de politique économique mise en place (...). Menée en haut de cycle, une politique budgétaire expansionniste, entamée éventuellement pour des raisons électoralistes, peut être inflationniste et nuire à la compétitivité mais aussi engendrer un fort effet d'éviction et réduire in fine le PIB : tel est le cas d'une politique d'investissement ou d'emploi public. Menées en bas de cycle, ces deux mêmes politiques deviennent efficaces, engendrant une forte augmentation du PIB. Les prescriptions de politique budgétaire qui en découlent – les instruments budgétaires et fiscaux doivent être maniés sans parcimonie, en connaissance de cause de leurs effets négatifs indirects (perte de compétitivité, par exemple) et, surtout, au cours de la phase cyclique adéquate – valent aussi bien pour les politiques expansionnistes que pour les politiques de consolidation budgétaire. Aussi peut-on être inquiet de voir l'ensemble des gouvernements européens renoncer précocement à la relance et entamer une période de forte rigueur budgétaire alors que l'économie européenne reste dans une phase basse de conjoncture. La généralisation de la rigueur dans toute l'Europe portera un sérieux frein à la croissance économique : les multiplicateurs budgétaires sont en effet d'autant plus grands que les politiques budgétaires sont simultanément orientées vers l'expansion ou vers la rigueur. Le gain budgétaire attendu par les politiques d'austérité pourrait être en grande partie rogné par le manque à gagner du côté des recettes fiscales avec la moindre croissance. Ces politiques budgétaires, menées sous la contrainte des marchés financiers, pourraient s'avérer contreproductives. S'il est probable qu'elles ne puissent pas réduire rapidement le déficit public elles pourraient en revanche avoir pour conséquence le déclenchement de la déflation dans la zone euro. Le problème de la soutenabilité de la dette publique en serait alors renforcé ».

Autrement dit, face à la crise de la zone euro, il serait préférable aujourd'hui de mener une politique bien différente de celle qui est menée et a fortiori de celle qui se dessine pour le moyen et long terme. Surtout que d'après de récents travaux, on aurait dû perdre davantage d'emplois ces dernières années et l'explication réside vraisemblablement dans une rupture négative dans l'évolution des gains de productivité. Or, si rupture il y a bien, alors il faut en attendre pour l'avenir des conséquences négatives en termes de croissance potentielle et de niveau de vie ; et en termes de chômage si les

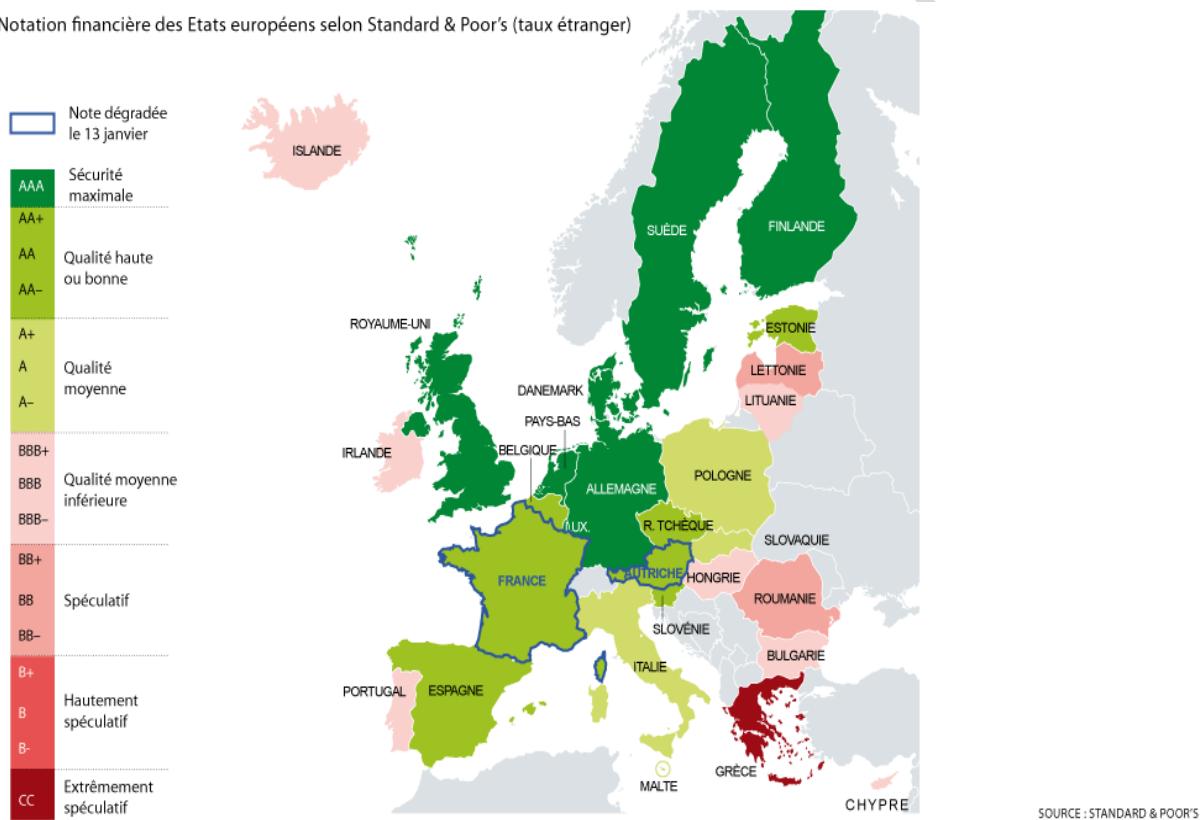
L'EURO

salaires ne s'ajustent pas facilement à l'évolution de la productivité. Même les marchés sont favorables à toute mesure en faveur de la croissance, d'où leur schizophrénie évoquée plus haut. Comme l'écrit Ch. Wyplosz (*Télos*, 8 novembre 2011), les marchés « espèrent donc une reprise économique et donc que le gouvernement remonte le moral des ménages en réduisant la pression fiscale. Ils sont évidemment inquiets de la montée de la dette publique mais ils comprennent que ce n'est pas l'urgence du moment. Ce qu'ils veulent, ce sont des garanties solides sur la disparition des déficits dès la reprise venue. C'est donc une action à double détente qui est indispensable pour éviter la catastrophe. Relance aujourd'hui, rigueur ensuite, pendant des années, en réalité des décennies ». Il indique par ailleurs que pour la France, l'un des problèmes à traiter en priorité est la situation de son système bancaire.

Au total, un consensus improbable semble émerger : il ne peut pas y avoir de redressement des finances publiques sans croissance, sans création de richesses. C'est donc une question de chronologie dans les mesures à prendre et de temps qu'il faut laisser au temps ! De plus, les pays de la zone euro ne sont pas du tout dans la même situation : si l'Espagne ne peut pas faire autrement que de s'attaquer tout de suite à l'état de ses finances publiques, la question est beaucoup moins urgente pour l'Italie et elle est même excessive pour l'Allemagne.

Pour finir sur ce point, il faut se poser aussi la question suivante : en supposant qu'une politique de redressement budgétaire s'impose, est-il alors possible d'en réduire l'effet multiplicateur nécessaire ? Baisser les taux d'intérêt, avoir un taux de change pour l'euro plus faible, faire en sorte que les banques financent davantage l'économie réelle et se lancer courageusement dans les réformes structurelles qui s'imposent sont des voies qui peuvent réduire la valeur des multiplicateurs.

Notation financière des Etats européens selon Standard & Poor's (taux étranger)



Source : Document publié par Le Monde.fr le 13/1/12.

Remarques :

- 1) seuls 13 pays dans le monde ont maintenant la meilleure note auprès des 3 grandes agences de notation.
- 2) S&P justifie la perte du triple A de la France par « l'aggravation des problèmes politiques, financiers et monétaires dans la zone euro à laquelle la France est étroitement liée » et précise que la note AA+, avec perspective négative « reflète son économie saine, diversifiée et solide dont la main d'œuvre est hautement qualifiée et productive (...) mais avec un endettement relativement élevé des administrations publiques ainsi que des rigidités du marché du travail », tout en reconnaissant que le gouvernement français « traite ces

L'EURO

questions par une stratégie de consolidation budgétaire et de réformes structurelles ».

- 3) Quand la note de la dette d'un État est dégradée, sont automatiquement dégradées aussi les notes de dettes des différents organismes « subsouverains » tels que les collectivités territoriales, les établissements publics et les grosses entreprises où l'État est actionnaire, des emprunteurs comme la CDC, l'UNEDIC, le RFF, la Ville de Paris, etc...
- 4) Dès l'annonce de la perte du triple A de la France, les autorités françaises, mais également celles d'Allemagne, tentent de minimiser l'importance et l'impact de la décision de S&P. Le commissaire européen aux affaires économiques, O. Rehn, a même « regretté la décision aberrante de S&P ». Car, si les marchés avaient concrètement déjà dégradé la France depuis plusieurs semaines au travers du spread avec l'Allemagne, plusieurs voix s'élèvent pour reconnaître que « la France est sur la bonne voie » pour reprendre les termes du ministre allemand de l'économie. En tout état de cause, il ne faut pas arguer de l'argument selon lequel le déclassement de la dette américaine n'a pas eu de véritable impact pour en déduire que le déclassement de celle de la France n'en aura pas non plus. Les États-Unis ne sont pas la France ! Mais il est très difficile d'anticiper aujourd'hui quelles vont être exactement pour notre pays les conséquences économiques, sociales et politiques de cette dégradation. Une nouvelle sera donnée le lundi 16 qui apporte de l'eau au moulin de tous ceux qui relativisent la dégradation de la dette publique française par l'agence S&P : les deux autres « grosses » agences, Fitch et Moddy's annoncent qu'elles ne suivent pas leur consœur et concurrente et quelles maintiennent leur meilleure note.
- 5) La nouvelle de la dégradation de la dette souveraine de la France ne surprend personne, même son gouvernement qui a commencé il y a plusieurs jours à relativiser auprès de l'opinion une telle éventualité. Mais surtout, les marchés ont anticipé depuis plusieurs semaines cette dégradation par l'intermédiaire du spread. Il faut savoir que la France était le seul pays d'Europe continentale encore noté AAA avec des déficits jumeaux (déficit public + déficit extérieur).

D'ailleurs, certains experts font remarquer avec ironie que la France était notée AAA depuis sa première évaluation le 25 juin 1975 et qu'elle a enregistré des déficits de manière ininterrompue depuis ... 1974, avec une période de légère réduction du déficit structurel entre 1995 et 2002. Notre pays conserve le triple A chez les deux autres grandes agences, et cela depuis qu'elles l'ont évalué, en 1979 pour Moddy's et 1994 pour Fitch. Par contre, la France n'a été en défaut de paiement qu'une seule fois, en 1797, alors que l'Allemagne, par exemple, l'a été deux fois et plus récemment, en 1932 et 1939.

Comme les marchés ont en réalité anticipé depuis déjà quelque temps la dégradation de la dette souveraine française, il ne faut pas craindre une élévation substantielle des taux sur notre dette publique. Heureusement, car le risque d'illiquidité deviendrait réel : l'augmentation d'un point en moyenne de ces taux causerait en effet l'alourdissement cumulatif d'année en année de notre charge d'intérêts : 2 milliards d'euros la 1^{ère} année, 6 milliards la 3^{ème}, 9 milliards la 5^{ème}, 14 milliards la 10^{ème}, ... et par conséquent à chaque fois une aggravation du même montant du déficit. C'est donc l'effet boule de neige assuré, surtout que notre taux de croissance est nettement inférieur au taux d'endettement. Et c'est ainsi que se pose la question de la soutenabilité de la dette.

Rappelons ici **quelques éléments de vocabulaire utiles** :

- Il ne faut pas confondre risque d'illiquidité et risque d'insolvabilité. Il y a risque d'illiquidité quand on ne trouve pas les ressources financières nécessaires au paiement des dettes qui arrivent à échéance, et il y a risque d'insolvabilité quand la valeur des actifs est inférieure à celle du passif.
- Le solde budgétaire peut être décomposé en solde conjoncturel et en solde structurel. Le solde conjoncturel est celui qui résulte des seules opérations budgétaires en liaison avec l'évolution cyclique de l'économie. Et on a solde structurel = solde budgétaire – solde conjoncturel.
- Le solde primaire est le solde budgétaire duquel on retranche les intérêts de la dette. On peut calculer le « solde primaire structurel ». La rigueur budgétaire impose que le solde primaire structurel soit nul ou au moins stable.

L'EURO

- Pour reprendre les définitions habituelles, comme celle du FMI, il y a soutenabilité de la dette publique quand les administrations publiques sont en mesure de rembourser leurs emprunts sans changer fondamentalement leur politique budgétaire et pour un coût de financement sur le marché donné ; ce qui signifie qu'elles peuvent assurer leur solvabilité sans avoir besoin d'ajuster leur politique budgétaire dans l'avenir.

- La condition de soutenabilité de la dette publique résulte du calcul suivant :

$$D(t+1) = D(t) * (1+i) + S(t) \quad D = \text{dette} ; i = \text{taux d'intérêt nominal} ; S = \text{solde primaire}$$
$$Y(t+1) = Y(t) * (1 + g(t) + \pi(t)) \quad Y = \text{PIB} ; g = \text{taux de croissance réel} ; \pi = \text{taux d'inflation}$$

On pose $d(t) = D(t) / Y(t)$, soit la dette exprimée en pourcentage du PIB et $s(t)$ le solde lui aussi exprimé en pourcentage du PIB.

Donc,

$$D(t+1) / Y(t+1) = d(t+1) = [D(t) * (1+i) + S(t)] / [Y(t) * (1 + g(t) + \pi(t))]$$

soit, $d(t+1) = [(1+i) / (1+g+\pi)] * d(t) + s \approx (1+i-g-\pi) * d(t) + s = (1+r-g) * d(t) + s$ en notant r le taux d'intérêt réel.

Le ratio d est stabilisé quand $d(t+1) = d(t)$, ce qui impose la *condition que $r = g$: le taux d'intérêt réel doit être au plus égal au taux de croissance réel*.

Les premiers à avoir énoncé cette condition sont Domar en 1944 et Harrod en 1948.

L'égalité $d(t+1) = (1+r-g) * d(t) + s$ peut aussi s'écrire quand $d(t+1) = d(t) : s = d(g-r)$ (1)
ou encore, en réintroduisant le taux d'inflation : $s + id = d(g+\pi)$ (2)

En fonction de ce dernier calcul (expression 2), si on fixe un ratio limite de la dette publique en pourcentage du PIB à 60%, avec un taux de croissance nominal de 5% ($g = 3\%$ et $\pi = 2\%$), le déficit permis est de $s = 3\%$ du PIB ($-0,60 \times 0,05 = -0,03$, soit -3%). C'est ce calcul qui explique les normes de déficit et de dette publics prévues par le traité de Maastricht.

La relation (1) exprime quant à elle le niveau que doit respecter le solde primaire en pourcentage du PIB : il doit être excédentaire si le taux d'intérêt réel est supérieur au taux de croissance réel, ce qui a été la situation des économies européennes lors des décennies 1980 et 1990.

- 6) La perte du triple A par la France soulève la question de la notation du FESF.
D'ailleurs, la réaction de S&P ne s'est pas fait attendre : elle dégradera d'un cran le FESF (de AAA à AA+) dès le lundi 16.
- 7) La dégradation de deux crans supplémentaires des dettes publiques espagnole et italienne est peut-être plus grave pour les perspectives de la zone euro que la dégradation de la dette publique française.
- 8) Conséquence immédiate de l'annonce de S&P : l'euro chute à moins de 1,27\$.

• La rupture en Grèce des négociations avec les banques. Comme ce pays doit refinancer plus de 14 milliards d'euros en mars, sa situation devient inextricable. C'est une illustration de plus de ce qu'écrivit J. Pisani-Ferry (Le réveil des démons, - Fayard) : « en 2008, les États ont sauvé les financiers. En 2011, les financiers mettent les États à genoux ».

En fin de cette deuxième semaine marquée par une vague importante de dégradations de notes de dettes souveraines de la zone euro, les marchés financiers n'ont pas beaucoup réagi : +1,88% pour le CAC40 (à 3196 points), +1,41% pour le DAX30, -0,23% pour le Footsie, +0,50% pour le Dow Jones, +1,36% pour le Nasdaq et +0,13% pour le Nikkei.

L'euro est toujours orienté à la baisse par rapport au dollar (d'où des prix très élevés de l'essence à la pompe...) : il cote 1,2680\$.

Le 18 janvier, le taux des réserves obligatoires de la BCE passe de 2% à 1% : cette modification, très peu commune pour la BCE –c'est la première depuis sa naissance en 1999-, a pour but de réduire le besoin de monnaie centrale des banques commerciales. Cette décision s'ajoute aux mesures non conventionnelles de politique monétaire pour soutenir le système bancaire.

Tout juste une semaine après la rupture des négociations entre le gouvernement grec et ses créanciers privés (l'IIF –Institut international de la finance-), ces négociations reprennent le 20 janvier mais n'aboutissent toujours pas : les investisseurs institutionnels privés qui détiennent de la dette publique grecque n'acceptent pas de renoncer à 100 milliards d'euros sur un total créances de

L'EURO

350, d'échanger ainsi leurs créances actuelles contre de nouvelles obligations valant moitié moindre, avec une échéance de 30 ans et un taux très bas, comme il le faudrait pour permettre à la Grèce de régler les 14,5 milliards d'euros qu'elle doit régler au plus tard le 20 mars. Le risque d'un défaut désordonné ne cesse de s'accroître.

Sur l'ensemble de cette troisième semaine, les marchés financiers marquent toujours leur insensibilité à la décision de S&P de la semaine précédente : +3,01% pour le CAC40 (à 3321 points), +4,25% pour le DAX30, +1,63% pour le Footsie, +2% pour le Dow Jones, +2,28% pour le Nasdaq et +3,13% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2931\$.

La dernière semaine du mois commence avec des inquiétudes renforcées sur la situation de la Grèce : en effet, le lundi 23, l'Eurogroupe réuni à Bruxelles fait pression sur le gouvernement grec et sur ses créanciers privés pour que leurs négociations aboutissent dans les tout prochains jours. Deux points sont cependant positifs et facteurs de relative accalmie : la mise au point du MES – Mécanisme européen de stabilité, devant faire suite au FESF- qui disposera d'une capacité de prêts de 500 milliards d'euros, et l'intervention massive de la BCE en faveur du système bancaire que les dettes souveraines mettent en difficulté : le marché monétaire interbancaire se porte mieux et les taux des emprunts publics italiens et espagnols sont orientés à la baisse (mais pas pour le Portugal...).

Le 24 janvier, le FMI fait paraître des rapports sur la situation économique et financière actuelle ainsi que sur les perspectives de cette année qui débute, en révisant à la baisse ses prévisions de croissance : craignant que les politiques de rigueur appliquées par plusieurs pays pour traiter la crise de leurs finances publiques n'aient un coût important en terme de croissance, l'institution internationale demande aux « pays qui ont une certaine marge de manœuvre budgétaire, y compris à certains pays de la zone euro, de revoir le rythme de leur resserrement budgétaire à court terme ».

Explicitons pour ce qui concerne la zone euro : si l'Allemagne prenait l'initiative d'une politique de relance, non seulement par son moteur traditionnel des exportations, mais aussi par celui de la demande intérieure, cela aurait sans doute des effets bénéfiques sur le niveau d'activité de l'ensemble de ses partenaires européens, ce dont elle tirerait elle-même avantage mais surtout ce qui faciliterait le redressement des pays européens en difficulté. D'ailleurs, nous entrons dans une période où se multiplient les critiques adressées à l'Allemagne pour la politique qu'elle mène depuis une dizaine d'années. Entre autres, dans un entretien donné au journal Le Monde (29-30 janvier 2012), M. Aglietta, demande à ce pays d'« abandonner son néomercantilisme et assumer un leadership sur la zone euro qui implique de prendre en compte les intérêts de ses partenaires », faute de quoi on court collectivement à la déflation. Pour lui, la règle d'or est d'abord mauvaise en soi parce que rigide, et ensuite la seule règle d'or qui vaille est « de ne pas chercher à réduire précipitamment l'endettement de l'Etat tant que le secteur privé ne peut soutenir l'économie ».

Dans le même quotidien (Le Monde du 31 janvier), le Prix Nobel d'économie Paul Krugman est net : « l'Allemagne croît que la rectitude et la discipline budgétaire sont la solution. Elle a tort. Leur histoire les pousse à proposer un mauvais remède ». Et, par ailleurs, il estime que « l'Europe a besoin d'une politique monétaire très agressive. Plus agressive encore que celle des Etats-Unis. Il n'y a pas d'autre moyen de faire les ajustements nécessaires. La BCE devrait racheter plus de dettes d'État mais aussi favoriser davantage l'expansion monétaire ». Et à la question de savoir si cela ne risque pas de faire déraper les prix, il répond sans ambages : « l'inflation n'est pas le problème, c'est la solution ».

Le 25, le comité monétaire de la Fed révèle qu'il n'envisage pas d'augmenter le taux directeur d'ici fin 2014 et le Président B. Bernanke se dit prêt à réutiliser la « planche à billets ». Tout cela est à la fois une bonne nouvelle parce que la reprise a besoin durablement d'une politique monétaire accommodante, mais aussi une preuve sur le point de vue assez pessimiste qu'à la Fed sur l'évolution de la conjoncture économique. Dans l'immédiat, cette annonce, qui pousse à la patience, redonne une certaine confiance aux marchés de capitaux et de devises. Par ailleurs, et pour la première fois, la Fed reconnaît officiellement qu'elle se donne 2% comme seuil maximum d'inflation, ce qui correspond également à l'objectif de la BCE.

Le 26, lors du Forum de Davos, le Premier ministre britannique Cameron a beaucoup de succès. Il évoque les différents dispositifs qui seraient en mesure de traiter la crise de la zone euro, en plus des interventions de la BCE : une intégration économique plus poussée, un système de transferts budgétaires, des émissions d'euro-obligations. Et il conclut : « ce n'est pas que l'Europe n'a pas tous ces dispositifs, c'est qu'elle n'en a aucun ».

Conformément à ce qui vient d'être indiqué à propos de la réaction des marchés face à la déclaration de la Fed et aussi d'ailleurs d'une certaine amélioration de la conjoncture américaine, la

L'EURO

fin de la dernière semaine de janvier se termine sur des performances stabilisées pour les différents indices boursiers : -0,08% pour le CAC40 (à 3319 points), +1,68% pour le DAX30, +0,09% pour le Footsie, -0,47% pour le Dow Jones, +1,07% pour le Nasdaq et +0,85% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3220\$.

Le lundi 30 janvier, la réunion du Conseil européen à Bruxelles aboutit à l'adoption d'un *pacte de discipline budgétaire*, qui devrait être signé le 1^{er} mars par 25 pays, le Royaume-Uni et la Tchéquie ne s'y associant pas. En cela, l'Allemagne l'a emporté sur les réticences de plusieurs États membres comme la France à propos de la perte relative de souveraineté que ce pacte suppose, mais elle a essuyé un refus assez unanime concernant son souhait de mettre la Grèce sous tutelle : elle menace d'interrompre son aide à ce pays si elle n'obtient pas un droit de regard sur ses mesures économiques. Le Conseil demande aussi à l'Eurogroupe de finir d'ici mi-février, de mettre au point le second plan d'aide qu'il faut assurer à la Grèce.

• Février 2012 ->

La première semaine de ce mois de février est, comme celles de janvier, marquée par la crise grecque : pression de la « troïka » sur les responsables grecs pour qu'ils prennent les mesures qu'on leur impose pour pouvoir recevoir l'aide promise, en particulier une baisse des salaires du secteur privé, la suppression de 150 000 emplois dans le secteur public et des réductions drastiques dans les budgets de la défense et de la santé, ce qui entraîne une grève générale avec comme mot d'ordre : « Ça suffit, on ne peut plus » ; une téléconférence entre les membres de l'Eurogroupe ; la poursuite des négociations entre le gouvernement grec et les créanciers privés du pays, appelés à renoncer à environ 70% de leurs créances ; accentuation des pressions de ces créanciers sur la BCE pour qu'elle les aide en arguant du fait que si la Grèce remboursait tout ou partie de sa dette, la BCE ferait en définitive une « bonne affaire » puisqu'elle récupérerait plus que ce qu'elle a payé lors de ses rachats de titres dont le prix était compris entre 70 et 88% de leur valeur d'origine.

Malgré ces facteurs d'inquiétude entourant la situation de la Grèce, les bourses mondiales enregistrent de bonnes performances sur cette première semaine : +3,29% pour le CAC40 (à 3428 points), +3,91% pour le DAX30, +2,92% pour le Footsie, +1,59% pour le Dow Jones, +3,16% pour le Nasdaq et -0,11% pour le Nikkei. Les marchés sont en effet –au moins provisoirement– rassurés par l'aide qu'apporte la BCE au système bancaire de la zone euro et par l'amélioration de la situation de l'emploi aux Etats-Unis. L'euro cote 1,3158\$.

Remarques :

- *Lors de cette première semaine de février, on apprend aussi que la France a enregistré un déficit extérieur record pour 2011 : 69,59 milliards d'euros contre 51,52 en 2010. Ce résultat confirme la dégradation de la compétitivité française, spécialement par rapport à l'Allemagne (notons que l'Italie a de son côté un excédent extérieur du même ordre de grandeur que le montant du déficit français). D'ailleurs, cela se traduit sur le plan boursier : alors que le CAC40 et le DAX30 ont été créés à peu près à la même période, le 31/12/1987 pour le CAC et le 1/7/1988 pour le DAX, et avec sensiblement la même valeur de référence de 1000 points, le DAX30 en est aujourd'hui à 6767 points contre 3428 pour le CAC40. Le DAX30 est dopé par les valeurs des entreprises exportatrices et le CAC40 est plombé par les valeurs bancaires.*
- *Certes, la BCE aide visiblement beaucoup plus les banques que les États mais en aidant les banques elle aide tout de même aussi les États puisque les banques forment le gros du bataillon des financeurs des États. Au total, c'est bien la BCE qui est au cœur de la solution de la crise de la zone euro, sans même parler de son « arme nucléaire ».*
- *De même que l'on est en droit de se demander si les potions amères imposées aux pays européens en difficulté, par souci de discipline budgétaire, n'aggravent pas leur situation, de même il faut se demander si les normes prudentielles imposées aux banques (Bâle III), aux assureurs (Solvabilité 2) et aux fonds d'investissement (UCITS 4) ne poussent pas ces institutions financières à adopter des stratégies trop prudentes pour financer comme il faut les économies et de leurs États. Ainsi, l'orthodoxie peut être totalement contre-productive.*
- *De manière plus générale, on est en droit de se demander si, dans cette crise, après avoir fait au début et trop peu et trop tard (pour s'attaquer à la crise grecque), on ne va pas aujourd'hui et trop vite et trop fort (pour rétablir l'équilibre des finances publiques) ! Ainsi se succèdent deux comportements opposés mais également suicidaires ; et à chaque fois dans un contexte où domine un manque caractérisé de solidarité entre les États membres.*

L'EURO

Le début de la deuxième semaine de février est marquée comme la précédente par la crise grecque qui exaspère de plus en plus les Européens parce que les autorités grecques, marquées par des dissensions entre les différents partis au pouvoir, ne font pas les efforts demandés ou beaucoup trop timidement et lentement ; et elles font de plus une sorte de chantage à la faillite.

Le jeudi 9, une nette évolution se dessine : les autorités grecques acceptent les conditions imposées à leur pays pour leurs créanciers internationaux : réduction de 22% du salaire minimum – de 780€ mensuels à 586-, de 15% des retraites, de 35% des salaires des fonctionnaires, diminution du montant des indemnités de licenciement, augmentation des taxes sur les carburants, cigarettes et alcools, de 20% des taux de TVA ; abaissement du seuil d'imposition de 12 000 euros à 5 000 euros ; profonde réforme des retraites ; libéralisation de 150 métiers. Autrement dit, un programme de très grande d'austérité... qui pourrait tuer le malade (le taux de chômage est d'ores et déjà de plus de 20%). D'ailleurs, c'importantes manifestations populaires ont lieu en Grèce, ce qui fragilise la coalition qui est au pouvoir. De son côté, l'Eurogroupe étudie l'accord de remise de dettes de 100 milliards d'euros conclu entre la Grèce et ses créanciers privés pour savoir s'il a des chances de ramener le taux de dette publique de la Grèce de plus de 160% aujourd'hui à 120% en 2020. En effet, ces créanciers acceptent d'annuler 100 milliards de dettes en échangeant leurs titres contre de nouveaux titres à 30 ans, avec un taux moyen de 3,6%. Quant à la BCE, elle ferait un geste supplémentaire : elle transférerait au FESF les titres grecs qu'elle a rachetés mais au prix auquel elle les a acquis, soit à 85%-90% de leur valeur nominale, ce qui ferait profiter la Grèce d'une réduction de sa dette de la différence, soit entre 5 et 7 milliards d'euros (de plus, la BCE lancera à la fin du mois une seconde opération de prêts sur 3 ans aux banques, en acceptant en contrepartie des créances de moindre qualité). Reste donc encore en suspens la nouvelle tranche d'aide de 130 milliards d'euros (rappelons que la première était de 110, dont 20 versés par le FMI, 14,7 par l'Allemagne, 11,1 par la France et 27,2 par d'autres prêts bilatéraux européens, le reste correspondant justement aux rachats de dettes par la BCE).

La deuxième semaine se termine négativement sur les places boursières : «-1,60% pour le CAC40 (à 3373 points), -1,09% pour le DAX30, -0,82% pour le Footsie, -0,47% pour le Dow Jones, -0,06% pour le Nasdaq et +1,30% pour le Nikkei.

Le dimanche 12, pendant que les députés votent le nouveau plan d'austérité, la capitale grecque connaît une véritable journée d'émeutes. Ce climat social et politique met la Grèce dans une position insoutenable, sans compter qu'il y a des experts qui prétendent que le plan est insuffisant et qu'il y en a d'autres qui redoutent qu'il soit infaisable. Les uns et les autres sont malgré tout sur un point : le problème essentiel de l'économie grecque est de redresser sa compétitivité, ce qui passe par une puissante stratégie d'industrialisation. En cela, d'autres économies européennes ressemblent au cas grec, dangereusement.

Le mardi 14, trois événements sont à signaler :

- la Commission européenne fait jouer son « mécanisme d'alerte » pour signaler les graves déséquilibres macroéconomiques dont souffrent 12 États membres de l'UE, en dehors de ceux qui sont sous surveillance internationale, et parmi lesquels se trouvent la France, le Royaume-Uni, l'Italie, l'Espagne et la Hongrie, la situation des trois derniers exigeant selon la Commission un traitement « pressant » ;
- l'agence de notation Moody's dégrade six États de la zone euro (Italie est à A2, l'Espagne à A1, le Portugal, la Slovénie, la Slovaquie, Malte) et met la France en « perspective négative » ;
- l'Eurogroupe se réunit pour en principe décider du second plan d'aide à la Grèce mais son Président J.-C. Juncker décide de reporter la décision, tant sont fortes les dissensions entre des « faucons » -les pays qui ont encore le triple A- tels que l'Allemagne qui sont pratiquement favorables à un défaut de la Grèce parce qu'ils sont convaincus que la Grèce ne pourra jamais remplir les conditions de son redressement –un rapport de la troïka estime que le poids de la dette grecque représentera en 2020 129% du PIB au lieu des 120% fixés-, et les « colombes » tels que la France qui sont persuadés qu'un défaut de la Grèce aurait des conséquences dramatiques non seulement pour la Grèce mais aussi pour toute l'Europe, surtout à cause des risques de contagion (l'économiste Werner Hoyer, nouveau Président de la BEI, la Banque européenne d'investissement, et ancien membre du gouvernement d'A.

L'EURO

Merkel, considère que « si nous perdons ce pays, ce serait un recul de plusieurs décennies pour l'esprit d'unification européen »). Ces dissensions et ces atermoiements –l'Allemagne semble même faire chaque jour un peu plus de surenchère en matière de conditions imposées à la Grèce- alourdissent considérablement la facture européenne à la fois politique, sociale et bien sûr financière de la crise grecque.

Le mercredi 15, le Premier ministre italien Mario Monti fait paraître un excellent article dans le journal Le Monde où il dénonce le déficit de démocratie en Europe. « La tyrannie du court terme, l'excès de l'endettement, public ou privé, le clientélisme ont abouti à un désastre que les populations paient cher. Nul ne peut prétendre que la démocratie nationale irait bien tandis que “l'Europe” irait mal. (...) L'exigence de démocratie, de participation, de transparence est irrésistible ».

Sur les places boursières, la troisième semaine se termine par des évolutions positives dans la mesure où les investisseurs tablent sur un accord sur le cas grec lors de la réunion de l'Eurogroupe le lundi qui suit : +1,97% pour le CAC40 (à 3440 points), +2,32% pour le DAX30, +0,90% pour le Footsie, +1,16% pour le Dow Jones, +1,65% pour le Nasdaq et +4,88% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3140\$.

Mardi 21 février: c'est finalement au petit matin de ce mardi, après un véritable marathon (rappelons que c'est la Grèce qui a inventé ce sport...), qu'un accord intervient entre les ministres de l'Eurogroupe sur le second plan d'aide à la Grèce pour lui éviter le défaut de paiement le 20 mars.

Toutes les parties prenantes acceptent de faire des efforts supplémentaires :

- les créanciers privés renoncent non plus à 50% mais à 53,5% de leurs créances, soit à 107 milliards d'euros ; compte tenu d'un taux d'intérêt abaissé à 3,65% pour les nouveaux titres d'une durée qui sera comprise entre 11 et 30 ans, la perte des créanciers privés va s'élever en réalité à au moins 70% ;
- le SEBC renonce aux plus-values qu'il pourrait faire sur les titres publics grecs qu'il a rachetés ;
- les pouvoirs publics grecs sont obligés d'accepter, pour le service de la dette, l'ouverture d'un compte sous le contrôle de la « troïka » (vu l'importance du rôle de la « troïka », certains estiment que le fonctionnement de la zone euro et, de manière plus générale de l'UE, menace la souveraineté des États-nations et donc la démocratie). Cet accord laisse toutefois encore dans l'ombre certaines modalités précises du second plan d'aide, en particulier la réévaluation de son montant initialement fixé à 130 milliards d'euros, de façon à permettre à la Grèce de respecter son engagement d'un ratio de dette publique de 120% en 2020.

Après cet accord, les pays « faucons » restent très dubitatifs et très décidés à ne pas aller au-delà. Ainsi, le ministre des finances des Pays-Bas déclare (Le Monde du 23 février) : « Il y a beaucoup de conditions à remplir avant le feu vert final. Tout est dans la main des Grecs eux-mêmes. Une des plus grandes déceptions des deux dernières années, c'est que la Grèce a déraillé à plusieurs reprises, en dépit du soutien international. Elle n'a pas rempli ses obligations. (...) Même les mesures les moins difficiles, comme les privatisations, n'ont pas été menées. (...) Les deux plans d'aide représentent 240 milliards d'euros. Nous n'avons pas besoin de plus. C'est le maximum que nous pouvons engager ».

C'est également ce mardi 21 février que l'Assemblée nationale française adopte la création du Mécanisme européen de stabilité (MES) qui doit, à partir de 2013, et dans le cadre du Pacte budgétaire européen, remplacer à la fois le Fonds européen de stabilité financière (FESF) et le Mécanisme européen de stabilité financière (notons que la Gauche n'a pas voté favorablement, ce qui est considéré comme une « bourde historique » par certains).

Le 22 février, 12 premiers ministres européens de premier envoient aux instances de l'UE une lettre pour demander une relance de la croissance, en prévision du Conseil européen de tout début mars. On reprend ci-dessous la traduction de cette lettre proposée par Henri Lepage, de l'Institut Turgot (<http://blog.turgot.org/index.php?tag/Réglementations>) :

« Nous nous réunissons à Bruxelles en un moment particulièrement crucial pour l'avenir des économies européennes. La croissance est en panne. Le chômage augmente. Citoyens et entreprises sont confrontés aux pires conditions jamais rencontrées depuis des années. Alors que la situation de nos principaux concurrents mondiaux ne cesse de s'améliorer

L'EURO

après les heures noires de la crise que le monde vient de connaître, l'instabilité des marchés financiers et le poids des dettes souveraines continuent d'entraver la reprise économique en Europe.

Fondamentalement, l'Europe dispose de nombreux atouts économiques. Mais la crise que nous connaissons est aussi une crise de la croissance. Il est essentiel que chacun d'entre nous s'efforce de remettre de l'ordre dans ses finances nationales. Sans ces efforts nous ne réussirons jamais à retrouver les conditions d'une croissance économique forte et durable. Mais il nous faut aussi moderniser nos structures économiques, améliorer notre compétitivité, et corriger les déséquilibres macroéconomiques. Il nous faut ramener la confiance, chez nos concitoyens, dans les entreprises, sur les marché financiers, en la capacité de l'Europe de retrouver à l'avenir une croissance forte et soutenable, et ainsi de maintenir son rang dans les échanges et sur les marchés mondiaux.

Nous en avons parlé lors de notre dernière rencontre. Il est bon d'en reparler de nouveau aujourd'hui. Partant des conclusions sur lesquelles nous étions arrivés, le moment est venu de faire preuve d'un véritable leadership et de prendre les décisions courageuses qui permettront d'arriver aux résultats que nos peuples attendent. Nous saluons les efforts déjà accomplis tant aux niveaux nationaux qu'au niveau européen pour répondre à ce défi, et nous espérons que cette nouvelle réunion nous permettra de réaliser de nouveaux progrès en focalisant nos efforts pour relancer la croissance autour de huit grandes priorités clairement exprimées.

En premier lieu, il nous faut continuer à progresser dans la réalisation et l'achèvement du marché unique en renforçant la gouvernance ainsi que l'application effective de ses dispositions. Le rapport de la Commission destiné au Conseil européen du mois de juin devrait donner une liste claire et détaillée d'actions à entreprendre pour réaliser ce double objectif.

En commençant par le secteur des services. Ceux-ci représentent d'ores et déjà près des quatre cinquièmes de l'activité économique, et pourtant il reste encore beaucoup à faire pour que ce marché soit aussi ouvert qu'il le faudrait à la concurrence. Il est urgent d'agir, tant au niveau national qu'européen, pour éliminer les restrictions et les obstacles qui continuent d'entraver la concurrence et l'accès aux marchés, ainsi que pour améliorer la mise en oeuvre effective du principe de reconnaissance mutuelle au sein du marché unique. Nous comptons sur la Commission pour nous donner les résultats de ses investigations sur la façon dont chaque secteur s'acquitte de ces obligations, et pour remplir les obligations d'information qui lui sont fixées par la directive sur les services pour ce qui concerne les efforts d'ouverture du marché des services, ainsi que pour proposer des mesures législatives additionnelles nécessaires à l'achèvement du marché interne des services, si besoin est.

En second lieu, nous devons accentuer nos efforts pour la création d'un véritable marché numérique européen dès 2015. L'économie numérique se développe très rapidement, mais les échanges transfrontaliers restent relativement limités et la créativité y est étouffée par un entrelat complexe de régimes nationaux de droits d'auteur. Il faut agir au niveau de l'Union européenne pour offrir aux consommateurs et aux entreprises les moyens de commercer online en toute confiance, en simplifiant les procédures de licence, en modernisant les systèmes de copyright, en mettant en place des mécanismes de résolution en ligne des conflits transfrontaliers, et en modifiant le cadre européen de signature numérique. Sans pour autant rouvrir le dossier de la directive sur le commerce par internet, nous devrions tirer avantage des récentes propositions de la Commission pour mettre en place un système qui équilibre les intérêts des consommateurs, ceux des entreprises et des détenteurs de droits, et stimule l'innovation, l'activité créatrice, et donc la croissance. Il nous faut aussi poursuivre nos efforts pour construire une infrastructure moderne qui assure une meilleure couverture des besoins en services à large bande, pour développer et élargir l'offre de solutions et de services administratifs en ligne afin de simplifier les procédures de création d'entreprises et de gestion des affaires, ou encore pour faciliter la mobilité des travailleurs.

Troisième point, nous devons tenir notre promesse d'établir un véritable marché unique de l'énergie, efficace et efficient, pour 2014. Tous les États-membres devraient rapidement appliquer intégralement le troisième paquet énergétique européen, en respectant les échéances prévues. L'interconnexion énergétique devrait être renforcée afin d'améliorer la sécurité des approvisionnements. Il est également urgent d'agir, de manière nationale ou collective, pour supprimer les obstacles réglementaires, administratifs et techniques qui freinent l'investissement dans les infrastructures afin de libérer tout le potentiel du marché unique, soutenir la croissance verte et encourager la transition vers une économie pauvre en carbone et efficace énergétiquement. Nous attendons le prochain rapport de la Commission sur le fonctionnement du marché intérieur qui devrait contenir une section évaluant le degré de libéralisation et d'ouverture du marché de l'énergie dans les pays membres. Nous nous engageons également à avancer concrètement vers la mise en place de l'Espace unique de transport européen et la réalisation de l'interconnexion européenne.

Quatrièmement, nous devons réaffirmer notre engagement en faveur de la recherche et de l'innovation en procédant à la mise en place de l'Espace européen de recherche, en créant le meilleur environnement possible pour que les entrepreneurs et les innovateurs commercialisent leurs idées et créent des emplois, en mettant l'innovation mue par la demande au cœur de la stratégie européenne de recherche et de développement. Il nous faut aussi agir de manière décisive pour améliorer les possibilités d'investissement des start-ups innovantes, des sociétés à croissance rapide et des petites entreprises, en créant un régime communautaire efficace de capital risque qui permette aux fonds de venture capital d'opérer sur une base réellement européenne, en évaluant la possibilité d'un projet européen de capital risque s'appuyant sur le Fonds européen d'investissement et d'autres institutions financières en coopération avec les opérateurs nationaux, et en donnant le feu vert à un nouveau programme communautaire fondé sur le modèle du programme de recherche en faveur de l'innovation dans les petites entreprises (SBIR) afin de stimuler un usage plus efficace des procédures d'achats publics avant commercialisation au profit des entreprises innovantes et spécialisées dans la haute technologie. La plus haute priorité doit aller aux réformes dont l'objet est d'encourager la création d'un système de protection de la propriété intellectuelle qui soit efficace et favorable aux entreprises.

Cinq : il nous faut absolument agir pour assurer et conserver une économie mondiale véritablement ouverte. Cette

L'EURO

année, il est prévu que nous signions des accords de libre-échange avec l'Inde, le Canada, les pays limitrophes de l'Est européen, et un certain nombre de partenaires membres de l'Association des nations du sud-est asiatique (ASEAN). Il nous faut aussi renforcer nos relations commerciales avec les pays voisins du sud. Un nouvel élan devrait être donné aux négociations commerciales en cours avec ces partenaires stratégiques que sont le Mercosur et le Japon – les négociations avec le Japon devant être lancées avant l'été, pour autant que l'on enregistre des progrès satisfaisants sur l'étendue et l'ambition du projet d'accord de libre-échange. Les accords en cours de négociation ou en projet pourraient ajouter près de 90 milliards d'euros au PNB européen.

Mais il faut aller au delà. Nous avons besoin d'une nouvelle impulsion politique pour renforcer l'intégration économique avec les États-Unis, et envisager toutes les options possibles, y compris celle d'un traité de libre-échange; pour renforcer nos relations commerciales et nos investissements en Russie, après son adhésion à l'OMC; mais aussi pour lancer une réflexion stratégique sur l'avenir de nos investissements et de nos relations commerciales avec la Chine, avec le souci d'approfondir nos liens économiques et de renforcer notre engagement en faveur d'un régime commercial multilatéral fondé sur des règles. Reconnaissant les bienfaits que nous apporte l'ouverture des marchés, nous devons continuer nos efforts pour renforcer le système d'échanges multilatéral, y compris en nous fondant sur le programme de Doha pour le développement, agir pour la conclusion d'accords multilatéraux et plurilatéraux dans les grands domaines et secteurs prioritaires, résister aux tentations protectionnistes et rechercher pour nos entreprises un meilleur accès aux marchés des pays tiers. Par dessus tout, dans nos relations commerciales, nous devons rejeter la tentation de recourir à un protectionnisme autodestructeur.

Six, nous devons préserver, et même renforcer notre programme de réduction du poids des réglementations européennes. Nous saluons l'engagement des institutions de réduire le fardeau réglementaire qui pèse sur les petites entreprises mais nous tenons à ce que cette politique progresse plus vite et s'applique plus profondément au cœur de toutes les institutions européennes tout en sauvegardant l'intégrité du marché unique et en respectant les objectifs plus larges de l'Union. Nous devrions évaluer la possibilité de se fixer des objectifs sectoriels plus ambitieux et nous accorder sur de nouvelles mesures susceptibles de délivrer des résultats tangibles à l'industrie. Nous devrions également afficher de manière claire et visible notre intention d'apporter notre soutien aux micro-entreprises et demander à la Commission de préparer un ensemble de mesures détaillées allant dans ce sens, y compris par voie de possibles amendements à la législation existante. Nous demandons enfin à la Commission de présenter chaque année un rapport qui évalue et détaille ce que coûte à l'industrie et aux entreprises l'ensemble des dispositions réglementaires adoptées et mises en place au cours de l'année précédente.

Sept, nous devons agir sur le plan national et collectivement, tout en respectant les compétences nationales, pour favoriser le bon fonctionnement d'un marché du travail qui offre de réelles possibilités d'emploi et, fondamentalement, permette d'atteindre des taux d'emploi plus élevés pour les jeunes, les femmes et les travailleurs âgés. Une attention particulière doit être accordée aux catégories de personnes vulnérables sorties du marché du travail pendant de longues périodes. Il nous faut aussi renforcer la mobilité du travail afin de réaliser l'objectif d'un marché européen du travail plus intégré et plus ouvert, par exemple en faisant avancer le projet de doter les travailleurs migrants de droits à la retraite supplémentaires, tout en respectant le rôle des partenaires sociaux. Nous devrions également nous préoccuper de continuer à réduire le nombre des professions réglementées en Europe, avec l'inscription dans le droit d'un nouveau test de proportionnalité plus sévère. A cette fin, nous demandons à la Commission de réunir sans délai un nouveau forum pour procéder à une évaluation mutuelle des procédures et pratiques nationales pour identifier et éliminer les barrières réglementaires injustifiées, étudier la possibilité d'autres voies que la réglementation pour assurer la garantie de hauts niveaux d'excellence professionnelle, et apprécier les capacités d'alignement des normes et standards aux fins de faciliter la reconnaissance mutuelle des qualifications professionnelles.

Finalement, nous devons agir pour nous doter d'un secteur financier solide, dynamique et concurrentiel, qui crée des emplois et apporte un ensemble de services essentiels aux citoyens et aux entreprises. Il faut réduire l'engagement implicite de soutien en toutes circonstances aux banques en difficulté qui fausse le fonctionnement du marché unique. C'est aux banques, et non aux contribuables, de supporter les coûts de leurs engagements risqués. Tout en poursuivant l'objectif d'une concurrence globalement équilibrée, nous devons nous engager de manière irrévocable à soutenir la mise en place d'un système international de normes touchant les capitaux, la liquidité et les possibilités d'effet de levier (sans dilution), et garantir que la législation européenne adhère aux règles de Bâle III afin de répondre de manière stable aux besoins de financement de nos économies. Il faut exiger des banques qu'elles mettent le niveau et la composition de leurs actifs capitalistiques en conformité avec les critères internationaux, sans introduire de discrimination entre investisseurs privés ou publics. Nous demandons aussi qu'elles appliquent de manière rigoureuse les principes définis par le G20 pour ce qui concerne les rémunérations dans le secteur bancaire en conformité avec la législation existante de l'Union européenne.

Chacun de nous reconnaît qu'un tel programme exige la prise de difficiles décisions politiques et exige la présence d'un véritable leadership. Mais il s'agit d'enjeux très importants, et de questions au sujet desquelles il y a déjà longtemps que nous aurions du agir. Si nous agissons de manière courageuse et efficace, et si nous faisons preuve de volonté politique, l'Europe peut retrouver son dynamisme et nous pourrons remettre nos économies sur le chemin de la croissance économique. Nous nous adressons à vous et aux membres du Conseil européen pour vous demander de répondre instantanément aux exigences de réforme qui viennent de nos populations, et ainsi de contribuer à restaurer la confiance dans la capacité de l'Europe à retrouver une croissance forte, saine et durable.

Copie de cette lettre est envoyée à tous nos collègues du Conseil européen. »

Les signataires : David Cameron, Premier ministre, Grande Bretagne; Mark Rutte, Premier ministre, Pays-Bas; Mario Monti, Premier ministre, Italie; Andrus Ansip, Premier ministre, Estonie; Valdis Dombrovskis, Premier ministre, Lettonie; Jyrki Katainen, Premier ministre, Finlande; Enda Kenny, Taoiseach, Irlande; Petr Nečas, Premier ministre,

L'EURO

République Tchèque; Iveta Radičová, Premier ministre, Slovaquie; Mariano Rajoy, Premier ministre, Espagne; Fredrik Reinfeldt, Premier ministre, Suède; Donald Tusk, Premier ministre, Pologne.

Le mercredi 28, la BCE lance sa deuxième aide massive en direction des banques, annoncée le 8 décembre (voir à cette date) : 529,5 milliards d'euros sont alloués à 800 banques (contre 489 milliards d'euros à 523 banques lors de l'aide de fin décembre – l'augmentation du nombre de banques concernées s'explique essentiellement par le fait que la BCE a abaissé le niveau de qualité des titres qu'elle demande en garantie). Rappelons que ces aides ont essentiellement un triple but : empêcher l'asphyxie du marché interbancaire (qui amènerait les banques en mal de liquidités à faire des ventes d'actifs forcées et à prix cassés, sans parler d'un risque important de cercle vicieux pour de nombreuses banques), et par là rassurer les marchés, et éviter un « crédit crunch ». La réalisation des deux premiers buts est plus commode et plus rapide que celle du troisième, car, même dans l'hypothèse favorable où les banques ne se montreront pas frileuses, les effets sur l'économie réelle seront de toute façon assez lents à s'exprimer.

Remarques :

- « La BCE se rapproche ainsi des politiques de détente quantitative de la Fed et de la BoE. Elle s'en démarque cependant sur deux points essentiels. Lorsqu'elles achètent des obligations du Trésor américain ou britannique, la Fed et la BoE prennent sur elles le risque d'une dépréciation de ces titres. À quoi s'ajoute le fait que les sommes ainsi injectées dans les circuits financiers sont intégralement disponibles pour le financement du secteur privé. La politique de la BCE, en revanche, consiste à encourager les banques à accroître leur exposition à la dette souveraine, ce qui augmente les risques de crise bancaire en cas de retour de la défiance envers l'un des États de la zone. (...) Par ailleurs, le recyclage attendu des liquidités de la BCE vers la dette souveraine réduit d'autant les ressources pouvant être affectées au financement du secteur privé. (...) [Mais] en l'absence de tout élément capable de stimuler la demande intérieure, on voit mal ce qui pourrait empêcher la décélération, voire la baisse, du crédit se poursuivre, les banques ne pouvant susciter une demande qui n'existe pas. À défaut de prendre le chemin de l'économie réelle, c'est bien sur les marchés que les liquidités en excès des banques vont être placées » (J. Adda, dans « Alternatives économiques » d'avril 2012).
- Alors que pendant toutes les premières années de son existence, la BCE a mené une politique monétaire avec des taux qui étaient relativement trop bas pour les pays qualifiés aujourd'hui de « périphériques », d'où par exemple la formation d'une bulle immobilière en Espagne, et relativement trop élevés au contraire pour des pays comme l'Allemagne et la France, elle adopte depuis la crise grecque une politique de taux et des mesures non conventionnelles qui ont pour but principal de sauver les pays périphériques en difficulté mais qui en même temps font courir à des pays comme l'Allemagne le risque de formation de bulles immobilière et mobilière.

• Mars 2012 ->

Le jeudi 1^{er}, les ministres de l'économie et des finances de la zone euro se félicitent de l'adoption par la Grèce des mesures exigées d'elle pour que le second plan d'aide - de 130 milliards d'euros - soit concrétisé. Il n'empêche que cette aide reste toujours conditionnée à un accord entre la Grèce et ses créanciers privés, dont la date butoir est fixée au jeudi 8 mars, et également à la participation du FMI. En effet, celui-ci demande –depuis déjà longtemps- que soit augmentée la capacité de prêts du MES : les Européens sont de plus en plus acquis à cette idée mais n'en ont pas encore arrêté les modalités.

Le vendredi 2, signature du nouveau pacte budgétaire par 25 pays de l'UE (tous les pays sauf le Royaume-Uni et la République tchèque qui s'abstiennent). Reste donc la phase de la ratification ; phase qui ne s'annonce pas facile dans la mesure où non seulement de nombreux peuples mais même des responsables politiques de premier plan, tels que le Premier ministre italien, contestent la politique d'austérité choisie comme seule voie possible pour sortir de la crise des dettes souveraines. Car, outre les effets délétères qu'a cette politique sur le bien-être des populations, la récession menace et le taux de chômage s'approche des 11%, avec de grandes disparités selon les pays : par exemple, 23,3% pour l'Espagne, 10% pour la France, 9,2% pour l'Italie et 5,2% pour

L'EURO

l'Allemagne.

Le hasard veut que ce soit précisément ce même vendredi 2 mars que choisisse le nouveau premier ministre espagnol – Mariano Rajoy- pour annoncer que son pays venait de prendre comme décision souveraine de ne pas viser pour 2012 un déficit de 4,4% comme promis mais de 5,8%. Inutile de dire comment les différents responsables européens ont jugé un tel dérapage. Mais cette décision s'inscrit dans un contexte qui dépasse l'Espagne et montre qu'il y a en quelque sorte une contestation de plus en plus forte des politiques d'austérité qu'imposent les autorités européennes, et que la nécessité de relancer davantage la croissance n'est pas suffisamment prise en compte. La succession de J.-C. Juncker à la tête de l'Eurogroupe fait apparaître une opposition entre les faucons du Nord, intransigeants sur la rigueur et sur l'austérité, et les colombes du Sud, persuadés que les plans d'austérité risquent de tuer la croissance. Sont de plus en plus nombreux, y compris dans les « pays du Nord », ceux qui demandent « un pacte pour la croissance » pour compléter le pacte de discipline budgétaire. L'Allemagne est de plus en plus pressée de relancer sa consommation intérieure, à la fois de l'intérieur par les syndicats qui veulent que soit mis un terme à la modération salariale et de l'extérieur par les partenaires qui voudraient qu'elle joue un rôle de locomotive.

Remarque : la belle compétitivité actuelle de l'économie allemande s'explique essentiellement par une politique de grande modération salariale menée pendant plusieurs années -l'indice du coût salarial unitaire est actuellement de 108 contre 131 pour la France et 140 pour l'Italie, avec l'indice 100 pour 1999- et actuellement le climat est en train de changer outre-Rhin (cette politique allemande, qui comporte aussi –et surtout- une dimension structurelle, est menée à partir de 2003 sous l'égide du chancelier Schröder ; elle est appelée « l'agenda 2010 » et s'inspire totalement des propositions faites par une commission ad hoc sur « les services modernes pour le marché de l'emploi », appelée « Commission Hartz »; ce qui explique que les réformes de l'agenda 2010 sont plus souvent appelées « réformes Hartz »). Le ministre actuel allemand de l'économie W. Schäuble se déclare lui-même favorable à une certaine augmentation des salaires, même si elle est plus importante que dans les autres pays européens (magazine Focus le 7 mai). Cette déclaration entre en résonnance avec les revendications de plus en plus fortes des syndicats et de l'opposition parlementaire pour une hausse des salaires, ainsi d'ailleurs que pour la mise en place d'un salaire minimum.

Comme les investisseurs ont anticipé le contenu de la décision de la BCE qui les rassure sur le cas grec et sur le risque de contagion, et que les résultats de la conjoncture américaine sont plutôt encourageants, cela les amène à ne pas chercher à prendre leurs bénéfices ; d'où des résultats mitigés sur les marchés financiers en cette fin de première semaine : +0,98% pour le CAC40 (à 3501 points), +0,83% pour le DAX30, -0,40% pour le Footsie, -0,04% pour le Dow Jones, +0,42% pour le Nasdaq et +1,34% pour le Nikkei. L'euro cote 1,1774\$.

Le jeudi 8, la BCE maintient ses taux directeurs. Mais son Président note que des tensions inflationnistes apparaissent de plus en plus alors que la croissance reste atone : on peut donc se demander s'il n'y a pas de risque stagflationniste...

Ce même jeudi est la date limite pour **l'accord avec les créanciers privés sur la restructuration de la dette grecque**. En fin de soirée, on apprend que celle-ci est enfin acquise : 83,5% des créanciers privés de la Grèce acceptent d'abandonner volontairement 53,5% de leurs dettes (les anciens titres sont remplacés par des nouveaux dont la valeur faciale est réduite de ce pourcentage, avec de surcroît une maturité plus longue et des taux plus faibles), les autres sont forcés de le faire par les pouvoirs publics grecs au moyen de « clauses d'actions collectives ». Au total, 105 milliards d'euros des 206 de dettes détenues par les créanciers privés sont « effacés ». De nombreuses banques, y compris françaises comme en particulier le Crédit agricole, subissent de ce fait de lourdes pertes. Mais les investisseurs qui s'étaient assurés contre le risque de défaut de la Grèce vont pouvoir maintenant se faire rembourser avec les fameux CDS. Notons au passage que la BCE et les banques centrales nationales de l'Eurosystème ont échangé en toute discrétion leurs titres de dette grecque contre des titres portant une nouvelle date d'émission pour ne pas avoir à supporter des pertes comme les créanciers privés.

Le cas grec s'éclaircit aussi par le fait que le FMI accepte ce même jeudi de prêter à la Grèce environ 28 milliards d'euros, dont 1,65 sans délai. Ces fonds sont fournis dans le cadre du Mécanisme élargi de crédit –MEDC- qui permet au FMI de consentir des prêts pour au plus 4 ans.

La seconde semaine de mars connaît d'importantes fluctuations sur les marchés financiers, qui se soldent par de légères pertes : -0,39% pour le CAC40 (à 3487 points), -0,59% pour le DAX30, -0,40% pour le Footsie, -0,43% pour le Dow Jones, +0,41% pour le Nasdaq et +1,56% pour le

L'EURO

Nikkei. L'euro cote 1,3123\$.

Mais en fin de troisième semaine, les Bourses se montrent optimistes suite à l'apport massif de liquidités par la BCE, à la restructuration de la dette grecque et à l'amélioration de la conjoncture américaine : +3,08% pour le CAC40, +4,03% pour le DAX30, +1,33% pour le Footsie, +2,40% pour le Dow Jones, +2,24% pour le Nasdaq et +2,02% pour le Nikkei. D'ailleurs les États profitent en quelque sorte de cet optimisme en accélérant leurs opérations d'emprunts : ils trouvent assez facilement les capitaux dont ils ont besoin et à un coût tout à fait raisonnable. Ainsi, la France a-t-elle d'ores et déjà emprunté 32% de ses besoins pour l'année 2012, l'Italie 20%, l'Espagne 43% et la Belgique 47%. L'euro cote 1,3176\$.

À la fin de la quatrième semaine du mois, les places boursières sont à nouveau pessimistes et les cours boursiers sont orientés à la baisse : -3,30% pour le CAC40 (à 3476 points), -2,27% pour le DAX30, -1,86% pour le Footsie, -1,15% pour le Dow Jones, +0,41% pour le Nasdaq et -1,17% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3270\$.

Maintenant que la crise grecque semble bien enrayer et que la BCE comble largement les besoins de liquidités des banques, ce pessimisme paraît sans doute excessif. Cependant, des informations négatives viennent à la fois d'Espagne et d'Italie, ce qui peut faire craindre à nouveau un début de contagion. L'Espagne est obligée d'emprunter à des taux approchant 5,5%, contre 5% pour l'Italie, et ... moins de 2% pour l'Allemagne ; parce que le déficit public est plus élevé que celui qui était attendu (8,5% contre 6%) et qu'il y a une forte opposition populaire à toute politique d'austérité. En Italie, la réforme du marché du travail voulue par le Premier ministre M. Monti fait l'objet de critiques y compris au sein de sa propre majorité, d'où sa menace de démissionner.

Le vendredi 30 mars, la réunion de l'Eurogroupe aboutit au renforcement, tant attendu non seulement en Europe mais aussi par les États-Unis et par le FMI, des fonds de sauvetage dont la zone euro dispose pour se porter au secours des pays en difficulté. La force de frappe est ainsi portée à 800 milliards d'euros (500 du MES + 300 déjà engagés par le FESF). Mais on n'est pas allé jusqu'aux 1000 milliards souhaités par beaucoup à cause de l'opposition des « pays du Nord ». Ce même vendredi 30, le gouvernement espagnol précise son plan d'austérité dans le cadre de la présentation de son budget : plus de 27 milliards d'économies sont prévus.

Sur les places boursières, la fin du mois de mars est un peu mouvementée et se termine de manière inégale : -1,51% pour le CAC40 (à 3424 points), -0,70% pour le DAX30, -1,48% pour le Footsie, +1,00% pour le Dow Jones, +0,77% pour le Nasdaq et +0,72% pour le Nikkei. L'euro cote 1,334\$.

La fin de mois est également mouvementée sur le front des taux de rendement des emprunts de certains pays. Ainsi, ceux de l'Espagne, qui ont dépassé ceux de l'Italie début mars aux alentours de 5%, sont maintenant supérieurs à 5,5% ; et l'écart de ceux de la France par rapport à ceux de l'Allemagne s'élève à 125 pdb (2,90% contre 1,73%), moins d'ailleurs par la hausse des taux français que par la baisse des taux allemands.

• Avril 2012 ->

La fin de la première semaine est marquée très négativement par la situation de l'Espagne, et plus spécialement par les difficultés qu'elle vient de connaître pour placer un emprunt de 2,5 milliards €. Les marchés craignent à nouveau le risque de contagion : -3,04% pour le CAC40 (à 3320 points), -2,47% pour le DAX30, -0,78% pour le Footsie, -1,15% pour le Dow Jones, -0,36% pour le Nasdaq et -3,92% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3098\$.

Le 14, la Banque centrale chinoise annonce le doublement des marges de fluctuation de sa monnaie par rapport au dollar (de 0,5% à 1%). Cette décision est à la fois un début de réponse à la demande américaine pour un rééquilibrage du commerce bilatéral et un petit pas vers l'internationalisation du yuan.

Le lundi 16, lancement par Eurex, la Bourse de dérivés allemande, d'un contrat à terme sur la dette française. Certes, la période n'est pas très bien choisie comme le montrent d'ailleurs les déclarations de certains candidats à l'élection présidentielle qui en profitent pour renouveler leurs critiques contre les milieux financiers ; également parce que cela peut renforcer chez les investisseurs leur crainte actuelle d'une contagion des tensions observées sur les taux espagnols. Mais ce type de produit dérivé existe ailleurs, y compris en Allemagne ; il ne modifie pas fondamentalement les taux et il peut même accroître la liquidité du marché de la dette française.

L'EURO

La fin de la deuxième semaine d'avril enregistre des baisses encore plus fortes qu'à la fin de la première : -3,94% pour le CAC40 (à 3189 points), -2,82% pour le DAX30, -1,26% pour le Footsie, -1,61% pour le Dow Jones, -2,25% pour le Nasdaq et -0,52% pour le Nikkei. Aux causes des baisses de la première semaine (les dettes européennes et plus spécialement la situation espagnole, le report d'une année par l'Italie de l'équilibre de ses finances publiques, le lancement du contrat dérivé sur la dette française par Eurex, la fragilité du couple franco-allemand et les incertitudes proprement françaises) se rajoute le net ralentissement de la croissance chinoise dont le taux diminue pour le 5^{ème} trimestre consécutif et dont l'objectif gouvernemental est fixé à 7,5%, soit un taux le plus faible depuis 23 ans ! Le CDS de la France dépasse les 200 pdb, ce qui est un record depuis 3 mois ; le taux de rendement des emprunts publics à 10 ans est à 3,097% pour la France contre 1,692% pour l'Allemagne. L'euro cote 1,3078\$.

Le vendredi 20, une quarantaine de membres du FMI gonfle de 430 milliards de dollars ses réserves pour lui permettre de se porter au secours des pays en difficulté financière, ce qui double sa capacité de prêt.

En fin de troisième semaine, les places boursières montrent des performances disparates : -0,02% pour le CAC40 (à 3188 points), +2,52% pour le DAX30, +2,33% pour le Footsie, +1,40% pour le Dow Jones, -0,36% pour le Nasdaq et -0,80%. Notons que la Bourse de Madrid subit une très forte baisse, tant les inquiétudes sont fortes à propos de la situation financière de l'Espagne ; et que cela agrave la crainte de la contagion comme le montre la progression du spread franco-allemand. L'euro cote 1,32\$.

Le mercredi 25, devant la Commission du Parlement européen chargée des affaires économiques et monétaires, le Président de la BCE M. Draghi fait une intervention très remarquée, parce que d'une part elle fait écho à des appels de plus en plus nombreux en faveur d'un amendement important des politiques actuellement mises en œuvre pour répondre à la crise des dettes souveraines qui sévit dans la zone euro et au profond malaise socio-politique que cette crise entraîne, amendement consistant à donner davantage d'importance à tout ce qui peut favoriser la croissance, et parce que d'autre part cette intervention s'immisce subrepticement dans la campagne pour l'élection présidentielle en France. Cette intervention fait grand bruit dans la mesure où en substance M. Draghi ajoute aux objectifs de restauration des équilibres financiers celui de la croissance comme nécessité au redressement économique, en particulier pour lutter contre le chômage. Il propose même un « pacte de croissance » pour compléter le « pacte de discipline budgétaire ». Mais il ne faut pas s'y tromper : le pacte de croissance souhaité par M. Draghi doit s'appuyer non pas sur des mesures de politiques conjoncturelles de type keynésien mais sur des politiques structurelles (flexibiliser des marchés du travail et de biens et services, favoriser l'entrepreneuriat, l'établissement de nouvelles entreprises et la création d'emplois). Car il ne faut pas que ce pacte de croissance entre en contradiction avec le pacte de discipline budgétaire. Cela sera pour l'Allemagne une condition sine que non d'acceptation de tout amendement du pacte budgétaire (la position du Président de la Bundesbank est encore plus catégorique que celle du gouvernement allemand : pour lui, la croissance n'est pas la priorité et il n'est pas possible de payer des dettes avec d'autres dettes, alors que Madame Merkel accepte l'idée d'un « agenda de croissance » à mettre au point d'ici le Conseil européen de juin).

Si un consensus se forme de plus en plus pour reconnaître la nécessité d'une croissance plus soutenue, les voies proposées pour y parvenir sont bien différentes (voie « libérale », voie « keynésienne » et la troisième voie, celle de la « croissance verte »). Il peut donc être intéressant d'évoquer ici quelques éléments d'appréciation :

- *D'abord, que nous apprennent les principaux modèles de la théorie macroéconomique ? Les néoclassiques monétaristes – se fondant sur le principe d'anticipations adaptatives – considèrent que si à court terme les politiques de relance peuvent avoir une certaine efficacité, elles ne participent qu'à favoriser l'inflation sur le long terme. Les nouveaux économistes classiques (NEC) sont encore plus radicaux : se fondant sur la HAR – hypothèse d'anticipations rationnelles – ils estiment que même à court terme les politiques de relance sont inefficaces, et cela d'autant plus que joue le principe de l'équivalence ricardienne. Par ailleurs, les NEC privilient les politiques par les règles imposées à des institutions indépendantes du pouvoir politique au détriment des politiques discrétionnaires pour à la fois éviter les mesures électoralistes et/ou partisanes (ce qui peut conduire inexorablement à un gonflement des déficits budgétaires et donc de la dette publique et, par conséquent, à un risque majeur de monétisation de cette dette, avec l'effet inflationniste qu'annonce la TQM),*

L'EURO

et pour assurer la crédibilité des institutions. Ce à quoi les nouveaux économistes keynésiens rétorquent que les politiques économiques peuvent au contraire retrouver toute leur efficacité, précisément grâce à la HAR ! Voir sur ces différents points les différentes lectures de la courbe de Phillips dans notre document sur les modélisations macroéconomiques.

- *Les économistes « libéraux » ne sont favorables qu'à des politiques structurelles en faveur d'une flexibilisation des marchés pour permettre à ceux-ci de jouer leurs rôles dans les meilleures conditions possibles. La lettre envoyée en février 2012 par 12 premiers ministres européens, dont D. Cameron et M. Monti, donne une bonne représentation de cette thèse libérale au travers des 8 grandes priorités qu'elle privilie. Voir ici le contenu complet de cette lettre à la date du 22 février. Mais alors se pose la question des délais, dans la mesure où les mesures structurelles nécessitent toujours beaucoup de temps pour révéler leur efficacité.*
- *En ce qui concerne l'efficacité des thérapeutiques keynésiennes de relance de l'activité, il faut d'abord se rappeler que nous sommes actuellement dans la zone de la trappe monétaire –zone où, dans le schéma IS /LM, la courbe LM est quasiment horizontale– : la politique monétaire n'y est d'aucune efficacité (d'où la nécessité pour la BCE de mettre en œuvre des mesures « non conventionnelles ») alors que la politique budgétaire peut être d'une grande efficacité (voir sur ce point aussi notre document cité plus haut). Il s'agit alors de savoir concrètement si la valeur estimée des multiplicateurs keynésiens peut légitimer une telle politique. Les réponses que donnent les différentes études empiriques en la matière sont concordantes. D'abord, les multiplicateurs sont plus élevés en période de crise comme actuellement qu'en période normale –plus de 2 contre environ 1 seulement–, et cela grâce en particulier aux anticipations positives que les agents forment à la suite de l'annonce du plan de relance. Les multiplicateurs budgétaires sont donc fortement contra-cycliques ; mais à condition cependant que les injections de dépenses soient limitées dans le temps. Ensuite, dans notre document précédent, il apparaît que le multiplicateur est d'autant plus important que l'économie est fermée, d'où l'intérêt de mener une telle politique budgétaire à l'échelle de la zone euro plutôt qu'à celle d'un État (ce point de vue valide l'idée d'un grand emprunt européen pour favoriser les investissements publics et privés –certains parlent même d'un « plan Marshall »), et que le multiplicateur est plus important en cas de dépenses publiques qu'en cas de réduction des impôts. On peut rajouter que toutes les réductions fiscales ne se valent pas : si la réduction des impôts sur la consommation sont favorables à la croissance, celle des impôts sur le capital ou sur le travail peut avoir des effets pervers et peut donc être contreproductive. Car peuvent jouer les paradoxes de l'épargne et du travail. En ce qui concerne le paradoxe de l'épargne, on connaît l'explication keynésienne : quand la conjoncture est mauvaise, les agents ont une tendance naturelle à augmenter leur épargne de précaution, ce qui déprime encore davantage la demande globale, d'où un cercle vicieux. Se rajoute ici un autre argument à partir de la réduction des impôts sur le capital –dont le but affiché est d'accroître le stock de capital et d'elever par conséquent la croissance potentielle : cette réduction incite tout logiquement les ménages à épargner davantage, ce qui contracte la demande globale, et comme la récession s'aggrave alors, l'épargne globale va diminuer en définitive. En ce qui concerne une réduction des impôts sur le travail, la logique voudrait qu'elle ait un effet expansif. Mais, quand on est dans la trappe monétaire et dans une conjoncture dépressive, les entreprises répercutent la réduction des impôts sur le travail sur leurs prix de vente en les diminuant. D'où une augmentation des taux d'intérêt réels puisque les taux nominaux sont par définition à leur niveau plancher, ce qui ne peut avoir que des conséquences aggravantes sur la situation économique. Au bout du compte, alors que l'on voulait favoriser la reprise de l'emploi, on crée du chômage.*

Notons pour finir que cette stratégie keynésienne de croissance prend une forte coloration schumpétérienne quand les dépenses publiques concernent plus spécialement des investissements en faveur de la recherche et de l'innovation.

Le propos du Président de la BCE, de même que l'augmentation du nombre de tous ceux qui souhaitent une modification du cap des politiques de lutte contre la crise des dettes publiques (en suggérant au minimum une augmentation du capital de la Banque européenne d'investissement et la mise en place d'eurobonds et en particulier des « project bonds »), s'explique par l'enfoncement dans la crise économico-socio-politique de la Grèce, par une inquiétante aggravation de la situation de l'Espagne (nette récession, taux global de chômage de 24,44% et de 52% pour les jeunes ; mouvements sociaux contre l'austérité du nouveau gouvernement de M. Rajoy) et par une dégradation de l'emploi dans l'ensemble de la zone euro, où le taux de chômage approche maintenant les 11%. D'ailleurs, le lendemain, le jeudi 26, l'agence S&P dégrade la dette publique de l'Espagne de deux crans, de A à BBB+, avec une perspective négative, ce qui constitue la troisième dégradation en un peu plus d'un semestre.

Note : alors que les eurobonds sont des emprunts lancés au niveau de la zone euro pour mutualiser les dettes publiques

L'EURO

—et leurs risques-, les projects bonds sont des emprunts lancés en commun par plusieurs pays européens pour financer de grands projets d'infrastructures : les dettes que sont les projects bonds ont donc pour contrepartie les actifs que constituent ces investissements.

Ajoutons que pour M. Draghi, la responsabilité principale de la BCE reste d'assurer la stabilité des prix dans l'ensemble de la zone euro et le traitement des divergences entre les pays est de la responsabilité des gouvernements parce que c'est à eux d'assurer leur propre équilibre macroéconomique. Il n'empêche que de plus en plus de monde se pose la question de savoir ce que sont devenus les 1000 milliards d'euros injectés par la BCE dans le système bancaire européen, avec le souci d'éviter tout « crédit crunch », dans la mesure où le crédit ne repart pas du tout.

Sur les places boursières, la dernière semaine d'avril est marquée par de fortes fluctuations, causées en particulier par la situation espagnole, mais se termine plutôt sur des hausses : +2,44% pour le CAC40 (à 3266 points), +0,76% pour le DAX30, +0,09% pour le Footsie, +1,53% pour le Dow Jones, +2,29% pour le Nasdaq et -0,42% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3254\$.

• Mai 2012 ->

Le jeudi 3, la BCE maintient ses taux. Lors de sa conférence de presse, M. Draghi précise à nouveau que le « pacte de croissance » qu'il propose doit reposer sur une politique structurelle dont le mot-clé est la flexibilisation, spécialement celle du marché du travail.

La fin de la première semaine du mois se traduit par de fortes baisses sur les différentes places boursières à cause du retour en force du problème des dettes souveraines en Europe et des résultats mitigés de l'économie américaine : -3,19% pour le CAC40 (à 3162 points), -3,53% pour le DAX30, -2,11% pour le Footsie, -1,44% pour le Dow Jones, -3,68% pour le Nasdaq et -1,48% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3083 \$.

Le dimanche 6 mai, François Hollande a la majorité au deuxième tour de l'élection présidentielle. Il deviendra le nouveau président de la République française le 15 mai et annoncera ce même jour la composition de son gouvernement. *Comme F. Hollande a défendu lors de sa campagne une relance de la croissance plutôt de type keynésien-schumpétérien alors que l'Allemagne reste très focalisée sur la discipline budgétaire et que la plupart des pays européens sont certes favorables à la croissance (voir la lettre de 12 premiers ministres du 22 février et les déclarations récentes de hauts responsables à commencer par le Président de la BCE), mais en privilégiant des politiques structurelles, il y aura dans les semaines et les mois qui viennent un débat non pas tellement sur la nécessité de la croissance mais essentiellement sur les moyens à utiliser pour la susciter.*

C'est également le 6 mai qu'ont lieu les élections législatives en Grèce : c'est un véritable cataclysme ! En effet, les deux principaux partis perdent leur majorité à ces élections au profit des partis extrémistes et populistes, de droite et de gauche. Non seulement le pays devient donc ingouvernable mais en plus toute la politique de redressement imposée par les partenaires est complètement remise en cause. Comment vont réagir les marchés ? Car la question de la sortie de la Grèce de la zone euro retrouve quelque actualité. Il est de fait que sur l'ensemble de cette semaine les marchés financiers enregistrent plutôt des baisses : -1,02% pour le CAC40 (à 3130 points), +0,28% pour le DAX30, -1,41% pour le Footsie, -1,67% pour le Dow Jones, -0,76% pour le Nasdaq et -4,55% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2917\$.

Notons que F. Hollande, Président élu —mais pas encore investi— rencontre successivement le Président du Conseil européen et celui de l'Eurogroupe, pour évoquer la situation de la zone euro ainsi que la question de la relance de la croissance. L'investiture a lieu le mardi 15 mai et dès le soir, F. Hollande se rend à Berlin pour y rencontrer la chancelière A. Merkel. Il est ainsi à remarquer qu'alors que la crise européenne et les questions internationales (OTAN, Afghanistan, G8, G20, ...) n'ont pas pratiquement pas été abordées par les deux compétiteurs lors de la campagne présidentielle elles occupent tous les instants du nouveau Président de la République depuis son élection. Lors de la rencontre entre F. Hollande et A. Merkel, au-delà des amabilités d'usage en ce type de circonstances et d'un véritable accord sur le cas grec, en considérant qu'il faut tout faire pour empêcher la Grèce de sortir de la zone euro, l'un et l'autre sont restés sur leur position : le premier en rappelant sa promesse de campagne à propos de la renégociation du pacte budgétaire, la seconde rappelant que celui-ci est signé par 27 responsables européens depuis début mars et même ratifié par plusieurs États membres et qu'il ne s'oppose pas à la croissance. François Hollande veut que tout soit mis sur la table, de part et d'autre, d'ici le Conseil de fin juin, pour

L'EURO

trouver une position commune, et évoque d'ores et déjà des politiques structurelles pour ne pas laisser penser que son projet de relance est purement keynésien.

Quand on y regarde de plus près, il apparaît que si la politique d'austérité menée ici et là pour redresser les comptes publics n'a pas donné les résultats attendus, loin s'en faut, une politique de relance semble être également très difficile à mettre en œuvre. En matière de politique monétaire, la BCE ne peut guère faire davantage : ses taux la met déjà dans la zone de trappe monétaire, d'où l'utilisation massive qu'elle fait des « mesures non conventionnelles », tout en sachant qu'il n'est pas possible d'obliger les banques à se servir des volumineuses liquidités qu'elle leur alloue pour aider les États ; et une monétisation des dettes publiques par achats directs de titres lui est interdite, et de toute façon l'Allemagne s'y oppose de manière farouche. En matière de politique budgétaire, ce n'est pas en augmentant le capital de la BEI ni en raclant les fonds de tiroirs de la Commission que l'on sera à la hauteur des besoins. Ne reste alors pratiquement qu'une solution : celle des euro-bonds, dont on a analysé plus haut les scénarios possibles. Mais cette solution reste pour l'instant virtuelle pour deux raisons, quand on comprend que la mutualisation des dettes –l'union des transferts– ne peut se concevoir sans un climat de grande confiance entre les États partenaires quant à leur volonté et à leur capacité de respecter une grande discipline budgétaire : l'Allemagne continue à s'y opposer, craignant par dessus tout le risque de subir un aléa moral et de devenir le préteur en dernier ressort de toute la zone euro, et le Président François Hollande reste pour l'instant décidé à ne pas ratifier le pacte budgétaire. On peut ajouter deux remarques : si la solution des euro-bonds ne peut se concevoir sans un minimum de confiance, un système davantage intégré que créerait cette solution augmenterait la confiance en la zone euro, et la solution des euro-bonds prendrait sa vraie dimension que si était accepté davantage de fédéralisme : l'union des transferts suppose davantage de transferts de souveraineté.

Un simple constat, statistique celui-ci, mérite d'être fait pour mieux comprendre ce qui oppose la France et l'Allemagne ainsi que les enjeux du devenir du « couple franco-allemand » : le secteur des biens exportables ne représente que 18% du PIB en France contre 30% en Allemagne, et les dépenses publiques pèsent 57% du PIB en France contre 47% en Allemagne. D'un nécessaire rééquilibrage dépend l'autonomie de la France par rapport à l'Allemagne non seulement sur le plan de l'économie mais également sur le plan politique.

La deuxième semaine du mois est marquée par une chute nette sur les différentes places financières : la possibilité d'une sortie de la Grèce de la zone euro est de plus en plus envisagée (un début de panique bancaire se manifeste en Grèce et le ministre de l'économie français sortant, F. Baroin, estime à 50 milliards d'euros le coût pour la France d'une telle sortie et d'autres experts estiment à au moins 500 milliards d'euros la perte pour toute la zone euro) ; l'agence Fitch dégrade de B à CCC les notes de la dette grecque en devises et en euros ; l'agence Moody's dégrade la note de 16 établissements financiers espagnols ; le ministre allemand de l'économie et des finances déclare qu'il n'est pas question de renégocier l'aide financière à la Grèce, rejoignant en cela la position ferme du FMI ; les marchés ne veulent plus prêter à l'Espagne ni à l'Italie et se demandent maintenant quel pays va suivre le même chemin que la Grèce ! Le taux de change de l'euro ne cesse de chuter, et pas seulement par rapport au dollar : cela est certes une preuve de la gravité de la situation mais cette baisse est aussi un bon soutien à la croissance tant souhaitée (on estime à 0,5-1 point de croissance supplémentaire du PIB le gain que l'on peut tirer d'une baisse de 10% du cours de l'euro).

La fin de la troisième semaine prouve que la situation politico-socio-économique de la Grèce tourne au chaos (peut-on raisonnablement attendre l'émergence d'une solution politique viable des nouvelles élections législatives prévues le 17 juin ?) : les responsables européens bruxellois et ceux de la BCE commencent à étudier sérieusement des scénarios d'urgence au cas où la Grèce serait, de fait, obligée de sortir de la zone euro. Et, à cause non seulement de la situation gravissime de la Grèce mais aussi des inquiétudes de plus en plus grandes concernant les cas espagnol et italien, c'est aussi la bérénina sur les places boursières : -3,89% pour le CAC40 (à 3008 points), -4,69% pour le DAX30, -5,52% pour le Footsie, -3,52% pour le Dow Jones, -5,28% pour le Nasdaq et -3,83% pour le Nikkei. L'euro continue de baisser : il cote 1,2782\$: seul aspect positif, cette baisse est favorable au soutien de l'activité en Europe.

Le mardi 22, l'UE annonce qu'elle pourrait consacrer 230 millions d'euros de fonds non utilisés de son budget au financement d'importantes infrastructures trans-européennes, ce qui serait la première phase du dispositif « project bonds ».

Le mercredi 23, deux faits sont à noter. Le premier est la tenue du Conseil européen, au cours duquel est avancée l'idée d'une « Union bancaire européenne » pour que les missions de supervision ne soient plus de la responsabilité unique des banques centrales nationales mais d'une instance européenne. Le second fait est que, pour se financer sur les marchés, l'Allemagne lance un

L'EURO

emprunt obligataire sur 2 ans à un taux de 0% ! Ce qui signifie que la rémunération des investisseurs va être négative en termes réels ! Mais les obligations vont malgré tout trouver preneurs auprès des investisseurs institutionnels parce que ceux-ci sont de toute façon tenus de placer les fonds qu'on leur confie. Et cela signifie pour le reste de l'Europe que ces investisseurs ont de plus en plus de doutes sur la santé de la zone euro et qu'ils anticipent peut-être même sur une évolution de type « déflation à la japonaise ». Notons que les taux français évoluent à la baisse, contrairement à ce que certains pronostiquaient pour l'aprèsélection présidentielle. Cette évolution favorable s'explique à la fois par le taux nul annoncé par l'Allemagne et par l'aggravation de la situation en Grèce et en Espagne, le tout faisant des emprunts français des placements plus rémunérateurs que ceux de l'Allemagne et plus sûrs que ceux des pays du Sud. Si bien que l'État français emprunte aujourd'hui à des taux qu'il n'a pas connus depuis la fin des années 1970 et que la charge de sa dette n'a pas fort heureusement explosé malgré l'alourdissement de celle-ci : elle représente 2,8 % du PIB contre 3,6% en 1996.

Il est remarquable que durant cette fin de mois deux questions se posent de plus en plus ouvertement, y compris dans les sphères officielles des gouvernements des États membres et des instances européennes : celle de la sortie de la Grèce de la zone euro -question du « Grexit »- et celle de l'aggravation de la situation espagnole.

Concernant la première, des travaux sont menés ici et là pour évaluer le coût financier du Grexit. Le coût serait maximal pour la Grèce (selon certains calculs, il y aurait une évaluation de la drachme de 50% à 60%, une inflation de 30% chaque année et une récession de 15% au moins), et c'est l'ensemble des contribuables européens qui seraient sollicités, à moins que la BCE n'accepte de faire fonctionner la planche à billets. Mais une autre solution serait possible pour la Grèce, en réponse aux menaces de refus de l'aider sous prétexte qu'elle ne satisfait pas aux conditions draconiennes qu'on lui impose : c'est de répudier sa dette et/ou d'émettre par sa Banque centrale tous les euros nécessaires à la couverture de ses besoins de financement.

Concernant la question de la situation économique et financière de l'Espagne, il apparaît de plus en plus probable qu'une aide financière lui soit indispensable. En effet, certaines régions sont pratiquement en faillite (l'agence Fitch abaissera le jeudi 31 les notes de 8 régions, notamment la Catalogne, qui est la plus importante du pays, et que l'agence Moody's classe dans la catégorie des « obligations pourries ») ; et de plus en plus de banques espagnoles appellent au secours l'État pour qu'il les recapitalise : c'est ainsi que la banque Bankia, qui est le résultat de la fusion de 7 caisses d'épargne régionales, après une première demande le 9 mai d'apports de fonds publics à la hauteur de 4,5 milliards, en fait à présent une nouvelle pour un montant de 19 milliards ! Ces demandes de recapitalisation qui se multiplient (la Banque centrale d'Espagne estime à 184 milliards d'euros le montant des « actifs problématiques » accumulés par les banques commerciales et on chiffre à 100 milliards d'euros le coût de la recapitalisation des banques espagnoles) ont des conséquences très négatives : non seulement l'État doit pour y répondre se financer sur les marchés à des taux à 10 ans qui avoisinent 6,5%, ce qui aggrave mécaniquement la situation de ses finances publiques, mais aussi les difficultés de son système bancaire font beaucoup perdre de crédibilité en la possibilité pour le gouvernement de redresser la situation alors que pourtant de gros efforts ont déjà été faits. C'est sans doute pour préserver au maximum cette confiance qui se dissout que le premier ministre dit sur tous les tons –pour l'instant- que l'Espagne ne fera appel à aucune aide extérieure (et c'est aussi pour éviter les plans d'austérité qui seraient imposés en contrepartie de l'aide accordée). On peut d'ailleurs faire à ce propos de l'aide à l'Espagne deux remarques liées : d'abord, si l'Espagne est obligée de faire appel à la solidarité européenne, c'est en définitive une façon de la mettre sous tutelle de l'Europe, donc de créer un certain fédéralisme de fait, et ensuite, pour reprendre un raisonnement tenu notamment par Christian Saint-Étienne lors de l'émission « C dans l'air » du 6 juin, la BCE, qui aurait pu faire le nécessaire pour aider l'Espagne dès le début de sa crise bancaire, a laissé « pourrir » la situation pour forcer en quelque sorte les responsables gouvernementaux des États membres de la zone euro à définir clairement l'orientation qu'ils comptent donner pour l'avenir à la construction de la zone euro et les amener aussi à reconnaître qu'il faut renforcer ses pouvoirs.

Cela dit, il est de plus en plus évident que les marchés n'hésiteront plus longtemps à désigner clairement le pays européen qui va suivre la Grèce dans la tourmente...

La fin de cette dernière semaine du mois de mai se termine bizarrement sur les places boursières dans la mesure où en définitive les performances ne sont pas mauvaises mais les indices ont connu de fortes fluctuations en cours de semaine, prisonniers qu'ils sont peut-être encore plus que d'habitude des moindres événements et déclarations : +1,33% pour le CAC40 (à 3048 points), +1,10% pour le DAX30, +1,59% pour le Footsie, +0,69% pour le Dow Jones, +2,11% pour le Nasdaq et -0,36% pour le Nikkei. Par contre, l'euro continue à baisser : 1,2517\$, avec toujours l'interprétation ambivalente qu'il faut faire de cette baisse. Car d'un côté, la baisse de la monnaie unique est la marque de la crise de la zone euro et a pour conséquence une augmentation du prix des matières premières et des

L'EURO

ressources énergétiques, ce qui pénalise encore plus les pays en difficulté. Mais de l'autre, cela donne une bouffée d'oxygène aux exportations européennes. Il convient de noter sur ce point que c'est l'Allemagne qui en profite le plus puisque c'est elle qui est non seulement la championne européenne de la compétitivité mais surtout c'est elle dont les exportations hors zone euro sont relativement les plus importantes : elles représentent plus du quart du PIB contre moins de 12% pour la France.

À cause du gonflement de la contestation de son action dans le traitement du cas de la banque Bankia, le Gouverneur de la Banque d'Espagne annonce le mardi 29 son départ ; cela ne manque pas d'aggraver le contexte financier espagnol.

Le mercredi 30, la Commission européenne fait paraître une sorte de rapport sur la situation française : elle liste les différents handicaps dont souffre d'après elle l'économie française, en particulier en matière de compétitivité et de finances publiques, et elle recommande pour les surmonter des réformes structurelles.

Ce même jour, la Commission approfondit l'idée d'une « *Union bancaire européenne* » parce que la situation financière et bancaire des « pays du Sud » est très inquiétante. Il s'agirait pour cette instance à l'échelle européenne 1) de superviser l'ensemble des banques, 2) d'avoir une seule réglementation pour toutes les banques, 3) de résoudre les crises bancaires et 4) de protéger les déposants. Mais, outre les désaccords entre les États membres (certains comme la France souhaitent que l'Union bancaire soit un point de départ, parce qu'elle serait un facteur créateur de confiance, alors que d'autres comme l'Allemagne considèrent qu'elle ne peut être qu'un point d'arrivée, parce qu'ils estiment au contraire que sa mise en place nécessite au préalable un minimum de confiance), et sans parler des résistances des régulateurs nationaux, la mise en place d'une telle Union bancaire nécessiterait des ressources communes, ce qui imposerait d'une certaine façon un progrès important en matière de fédéralisme budgétaire. Il faudrait décider également de la nature de l'instance qui serait chargée de piloter ainsi l'Union bancaire, bien que la BCE soit a priori la mieux placée pour jouer ce rôle, surtout qu'il n'y a pas en Europe de Ministère fédéral de l'économie et de finances (rappelons que dans plusieurs pays ce type d'instance est en effet rattaché au ministère et non à la banque centrale ; notons aussi que la mise en place d'une telle instance d'Union bancaire signifierait la disparition de l'actuelle Autorité bancaire européenne –ABE- dont l'efficacité a été très critiquée, notamment en matière de tests de résistance bancaire). Enfin, une telle réforme prendrait de toute façon beaucoup de temps, ce qui imposerait sans doute, vu l'urgence de la situation, de prévoir rapidement au moins la fédéralisation de la protection des déposants.

Comme l'écrit Anne Michel (Le Monde du 1^{er} juin), « L'union bancaire défendue par le commissaire européen au marché intérieur Michel Barnier, procède d'une idée simple : puisque les banques et les États se contaminent les uns les autres –les crises des dettes souveraines entraînant des crises bancaires, et inversement, comme le montrent les cas irlandais, grec, et désormais, espagnol- la solution aux maux de la zone euro passe par la décorrélation de leurs bilans. En clair, il faut couper le lien entre les banques (qui détiennent des dettes souveraines) et l'État (qui les renfloue en cas de faillite), en transférant à un niveau supérieur, celui de l'Europe, la responsabilité de leur contrôle et, le cas échéant, de leur renflouement ».

L'union bancaire européenne n'est que l'une des quatre thématiques que le Conseil européen pourrait mettre dorénavant à l'ordre du jour de ses prochaines réunions, les trois autres étant l'Union budgétaire, l'Union politique et les politiques économiques.

Le jeudi 31, l'Irlande ratifie le pacte budgétaire européen. Ce résultat était d'autant plus attendu que ce pays avait voté initialement « non » aux traités de Nice et de Lisbonne, et que se développe un peu partout en Europe une contestation des plans d'austérité au profit d'une politique de relance de la croissance.

La fin du mois de mai se caractérise sur les places boursières par de mauvais résultats qui montrent que les investisseurs sont frappés non seulement par la gravité de la situation européenne mais aussi par une rechute de l'économie des États-Unis : -3,20% pour le CAC40 (à 2950 points), -4,57% pour le DAX30, -1,71% pour le Footsie, -2,70% pour le Dow Jones, -3,17% pour le Nasdaq, -1,63% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2435\$.

• Juin 2012 ->

Le 1^{er} du mois est annoncé par Eurostat un bien triste record : dans la zone euro, le taux de chômage

L'EURO

a atteint en avril le taux de 11% (et de 10,3% dans l'UE).

Le 6, le ministère allemand de l'économie divulgue un document établi par la Chancellerie à l'intention de l'opposition pour les prochaines discussions qu'A. Merkel doit avoir avec elle. Ce document est consacré à « plus de croissance en Europe », mais il y est clairement affirmé que cela ne peut se faire qu'en réduisant les dettes publiques et qu'en faisant des réformes structurelles, et qu'en ces matières seuls les États membres sont responsables directement. Ce texte entre en contradiction avec la stratégie dessinée par le nouveau Président français et son gouvernement. Et dans un entretien télévisé le 7, A. Merkel fait un pas supplémentaire : comme la mise en œuvre de l'euro a déjà divisé l'espace européen en deux, elle considère que ce serait possible de subdiviser la zone euro elle-même en deux pour réaliser, avec les pays qui le veulent et le peuvent, en plus de l'union monétaire une union budgétaire ; et à terme, une union politique : « nous avons besoin avant tout d'une union politique. Nous devons, pas à pas, abandonner des compétences à l'Europe ».

Le jeudi 7, l'agence Fitch dégrade la dette souveraine de l'Espagne de 3 crans, de A à BBB, ce qui la place à 2 crans seulement de la catégorie « spéculative ». Plusieurs facteurs négatifs motivent une telle décision : le coût prévisionnel de la recapitalisation bancaire (entre 60 et 100 milliards d'euros), la récession qui perdure et la forte probabilité d'un recours à une aide extérieure.

Ce même jeudi 7, la Banque centrale chinoise révise à la baisse, pour la première fois depuis 2008, ses taux directeurs d'un quart de point. Cet assouplissement monétaire s'explique essentiellement par la nécessité de soutenir une croissance qui souffre de plus en plus de la situation de la zone euro, qui est le premier partenaire commercial de la Chine. Signalons que l'Inde et le Brésil sont eux aussi confrontés à un ralentissement de leur activité. L'atonie de l'économie européenne a des conséquences de plus en plus manifestes sur la croissance mondiale, et cela inquiète toutes les économies, qu'il s'agisse de celles des pays émergents ou de celle des États-Unis.

Le week-end des 8, 9 et 10 juin est remarquable à deux titres pour la zone euro.

D'abord, l'Espagne se résout à accepter l'aide dont elle a indiscutablement besoin : l'enveloppe décidée par ses partenaires européens est de 100 milliards d'euros maximum. L'Espagne est le quatrième pays de la zone euro à être ainsi secouru, après la Grèce, l'Irlande et le Portugal. Certes, cette aide vise a priori le sauvetage du système bancaire espagnol, mais il est prévisible que l'État espagnol lui-même en aura besoin à plus ou moins brève échéance (les marchés ne s'y tromperont pas puisque dès le 18 les taux d'emprunt à 10 ans s'envoleront à plus de 7,2%, ce qui est jugé critique sur le long terme). En attendant, l'Espagne obtient cette aide, sans avoir à mettre en place un plan d'austérité en contrepartie, comme ce fut le cas pour les autres pays (il n'empêche que le FMI déclarera le 15 que l'Espagne doit appliquer un plan de réformes « clair et cohérent »). Alors se posent plusieurs questions : d'abord, évidemment, celle du « deux poids, deux mesures », c'est le cas de le dire (les petits payant davantage que les plus gros) ; la question de savoir si la « force de frappe » des fonds d'urgence européens y suffira in fine ; et la question du sort de l'Italie, pays qui suit l'Espagne sur la liste (l'Italie a une dette publique qui représentera plus de 123 % du PIB à la fin de cette année, ce qui la place en 2^{ème} position dans la zone euro après la Grèce) : d'ailleurs, à peine le cas des banques espagnoles est-il traité que se tendront les taux d'emprunt sur la dette publique italienne en dépassant le seuil des 6% dès le début de la semaine suivante ! Se rajoute une question qui démontre que l'économie se teinte souvent de morale, et de manière ambivalente : comme l'écrit A. Michel (Le Monde du 14 juin), « cent milliards d'euros, c'est l'équivalent, en France, de 7,5 milliards d'années de SMIC –ou de 190 000 salariés payés au SMIC pendant 40 ans. (...) Demander aux citoyens européens d'aider les banques espagnoles, qui ont spéculé, depuis la fin des années 1990, (...) n'est pas le moindre des crève-cœur. (...) Et pourtant. L'aide aux banques espagnoles est nécessaire. Laisser tomber les caisses d'épargne, qui ont alimenté la bulle immobilière jusqu'à son éclatement, en 2008, reviendrait à laisser tomber les Espagnols et à les plonger dans une situation de grande pauvreté, à la façon des Grecs ».

Ensuite, d'après des informations données par l'hebdomadaire allemand « Der Spiegel », il semble que les principaux responsables européens –le Président de la Commission européenne J.-M. Barroso, le Président du Conseil européen H. Van Rompuy, le Président de l'Eurogroupe J.-C. Junker et le Président de la BCE M. Draghi– mettent au point un projet d'Union budgétaire pour faire sortir la zone euro de l'ornière dans laquelle elle s'embourbe actuellement. Selon ce projet, les États membres ne seraient en mesure de décider de manière autonome des dépenses budgétaires que

L'EURO

dans la mesure où celles-ci seraient couvertes par A des recettes, et devraient signaler à l'Eurogroupe tout dépassement éventuel : ils ne pourraient donc plus émettre de nouvelles dettes indépendamment les uns des autres.

C'est d'ailleurs dans l'espoir de ces évolutions favorables que les marchés ont terminé la semaine sur des performances positives : +3,43% pour le CAC40 (à 3052 points), +1,33% pour le DAX30 , -3,22% pour le Footsie, +3,59% pour le Dow Jones, +4,04% pour le Nasdaq et +0,23% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2517\$.

Le mardi 12 juin, l'Agence française du Trésor lance un emprunt –OAT- à 50 ans et à un taux actuariel de 3,27% ! Et c'est un succès (la demande est plus du double de l'offre) ! Même des pays comme l'Allemagne n'osent pas une telle opération.

Ce succès s'explique par le fait que la France réunit deux facteurs particulièrement favorables aux yeux des investisseurs : une population qui a une bonne démographie et une population qui accepte des taux de prélèvements obligatoires élevés depuis longtemps.

Le mercredi 13 juin, l'agence Moody's abaisse de 3 crans la dette publique espagnole, considérant que le plan d'aide aux banques ne suffira pas et que les finances publiques espagnoles vont se dégrader. En ce qui concerne les banques espagnoles, leur situation reste critique : ne trouvant pas sur le marché interbancaire le refinancement dont elles ont besoin, elles sont obligées de solliciter directement la BCE et leur dette auprès d'elle ne cesse de s'accroître.

Le jeudi 14, le Président se rend à Rome pour préparer la rencontre à quatre du 22 (avec en plus A. Merkel et M. Rajoy) qui doit elle-même préparer la réunion du Conseil européen des 28 et 29 : il y a un large accord entre le président du Conseil italien M. Monti et F. Hollande, en particulier sur la nécessité de relancer la croissance. Le hasard veut que le même jour l'agence américaine Egan-Jones dégrade de 2 crans la note de la dette publique française en la faisant passer de A (il y avait eu une baisse de AAA à A en juillet 2011), à BBB+, avec une perspective négative, parce que cette agence estime que la tendance des finances publiques françaises est « désastreuse et que le pire est encore à venir ».

La fin de la troisième semaine se termine sur les marchés par des résultats en demi teinte parce que les investisseurs ont été rassurés –peu de temps- sur le sort des banques espagnoles mais surtout ils sont en attente des résultats des élections législatives en Grèce et ils sont inquiets de la tournure que prennent les relations franco-allemandes (toute la semaine a été émaillée par des petites phrases peu aimables entre les responsables de part et d'autre du Rhin) : +1,18% pour le CAC40 (à 3088 points), +1,61% pour le DAX30, +0,80% pour le Footsie, +1,70% pour le Dow Jones, +0,50% pour le Nasdaq et +1,30% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2638\$.

Les querelles franco-allemandes –qui traduisent aussi l'opposition plus ou moins sourde entre les pays du Nord (de l'Europe) et les pays du Sud (de l'Europe)- révèlent un vrai débat sur les scénarios de sortie de crise pour la zone euro ; avec d'un côté une politique de relance avec malgré tout la restauration de l'équilibre budgétaire et de l'autre la défense de la politique actuellement menée, celle du mariage de l'austérité budgétaire et des réformes structurelles. Mais, selon Martin Wolf, éditorialiste au Financial Times (voir Le Monde du 20 juin), les deux scénarios ont peu de chances de réussir. Il écarte aussi deux scénarios alternatifs, celui de l'union fédérale, parce que c'est pour l'instant inaccessible, et celui de l'union de transferts parce qu'il est politiquement irréalisable et économiquement contestable (les pays les plus pauvres ne sont pas appelés durablement à n'enregistrer que des déficits). Il propose alors de combiner deux formes d'union : une union d'assurance et une union d'ajustement. L'union d'assurance apporterait un soutien « temporaire et ciblé aux pays frappés par des crises graves ». L'union d'ajustement fournirait « un ajustement symétrique face aux changements de circonstances, parmi lesquelles les fluctuations du financement ».

De son côté, Daniel Cohen (Le Monde du 23 juin) analyse ces querelles franco-allemandes comme le résultat d'un « dialogue de sourds » : « les Français veulent renforcer l'union économique, les Allemands veulent un accord préalable sur l'union politique. Personne ne semble comprendre ce que l'autre veut dire. Les Allemands entendent les propositions françaises comme une nouvelle édition du slogan "L'Allemagne paiera" (...) Les Français interprètent l'intégration politique à l'allemande comme un droit de regard et d'ingérence sur leur système de protection sociale ».

En ce qui nous concerne, nous voyons dans cette opposition entre la France et l'Allemagne la réaffirmation de principes qui structurent les positions de chacun des deux pays depuis longtemps. En France, on a toujours été réticent à tout abandon de souveraineté qui signifierait en clair qu'on donnerait la possibilité de censurer les politiques voulues par le peuple français à des organismes dont la légitimité démocratique est sujette à caution, ou, ce qui serait encore plus inacceptable, à un pays étranger sous prétexte qu'il détient le leadership économique. Et la conception française de la construction européenne est plutôt de type intergouvernemental. En Allemagne, on est depuis pratiquement le premier

L'EURO

quart du 20^{ème} siècle fidèle à l'ordolibéralisme : voir ce qui est écrit ici pour le mois de septembre 1958 ; et la conception de la construction européenne est plutôt de type fédéral.

Le dimanche 17 juin ont lieu des élections législatives à la fois en France (2^{ème} tour) qui donnent la majorité absolue au Parti socialiste, et en Grèce qui voit la victoire de la Nouvelle Démocratie, parti conservateur plutôt favorable aux plans de redressement et qui va devoir composer une coalition gouvernementale avec le parti socialiste.

Les 18 et 19 se tient au Mexique une réunion du G20, peu fructueuse selon l'avis général...

Le 22, réunion à Rome, des dirigeants de la France (F. Hollande), de l'Allemagne (A. Merkel), de l'Espagne (M. Rajoy) et de l'Italie (M. Monti). La France semble se ranger à l'avis de l'Allemagne sur les euro-bonds en les considérant comme un point d'arrivée plutôt qu'un point de départ ; également sur la mutualisation de la dette en reconnaissant que cela prendra beaucoup d'années.

Il semble donc que l'Allemagne ne sera pas prête à changer profondément de stratégie lors du sommet européen de la fin du mois. Certes, elle accepte d'ores et déjà des mesures pour aller dans le sens souhaité par le Président français sur la relance de la croissance mais elles ne font que réaménager des dispositifs existants –mobilisation des fonds structurels pour un montant de 55 milliards, recapitalisation de la BEI à hauteur de 10 milliards (avec possibilité de lever 60 milliards -ce qui est de la dette supplémentaire) et lancement de project-bonds pour 4,5 milliards d'euros- et c'est pour pouvoir d'autant mieux imposer le pacte budgétaire (plan total de 120 à 130 milliards).

Lors de l'avant-dernière semaine du mois, il y a un calme plat sur les marchés financiers : +0,11% pour le CAC40 (à 3091 points), +0,54% pour le DAX30, +0,64% pour le Footsie, -0,99% pour le Dow Jones, +0,68% pour le Nasdaq, +2,67% pour le Nikkei. Remarque : d'après l'étude d'un cabinet d'expertise et de conseil financier, le prix des actions des entreprises du CAC40 reflète aujourd'hui leur « valeur à la casse », c'est-à-dire ce que ces entreprises recevraient si elles étaient obligées de revendre immédiatement les actifs réels qu'elles possèdent à leur valeur comptable.

L'euro cote 1,2570\$.

Le lundi 25, deux faits marquent la vie économique européenne.

D'abord, Chypre demande de l'aide : elle est ainsi le cinquième pays européen à le faire après la Grèce, l'Irlande, le Portugal et l'Espagne. La situation de Chypre est très inquiétante au point que certains pensent même qu'il pourrait s'agir du premier pays à demander sa sortie de la zone euro... Cette situation est assez spécifique. D'abord, le système bancaire chypriote est surdimensionné et les banques sont malades des dettes grecques qu'elles ont accumulées. De plus, le bilan des banques est très déséquilibré dans la mesure où la part qu'y occupent les dépôts bancaires est très excessive, avec en particulier beaucoup de dépôts venant de pays étrangers, en particulier de Russie et d'Ukraine, parce que Chypre est de fait un paradis fiscal. Ensuite, Chypre souffre de l'éclatement de la bulle immobilière qui s'était gonflée en liaison avec l'importante activité touristique de l'île. Enfin, étant donné ces difficultés et la mauvaise situation économique générale que celles-ci entraînent, les investisseurs sont particulièrement méfiants, ce qui rend problématique le financement de Chypre sur les marchés.

Ensuite, les responsables des instances européennes (H. Van Rampuy, J.M. Barroso, J.-C. Juncker et M. Draghi) publient un rapport préparatoire au Sommet européen des 28 et 29 (écrit sous la signature unique de H. Van Rampuy, avec pour titre « Vers une véritable union économique et monétaire ») (voir le texte à l'adresse : www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/fr/ec/131278.pdf). Parce qu'ils tiennent compte de la position allemande contre la mutualisation des dettes souveraines et la mise en place rapide des euro-bonds, et de la position française contre davantage d'intégration politique, ils font de la seule union bancaire leur priorité.

Le mercredi 27, F. Hollande reçoit A. Merkel pour préparer le sommet des deux jours suivants et tenter de rapprocher les points de vue français et allemand.

Les jeudi 28 et vendredi 29 a lieu le tant attendu Conseil européen à Bruxelles.

Pour nous, deux problèmes sont posés aux dirigeants européens. Il y a bien entendu le problème d'actualité urgente, qui n'est d'ailleurs plus tellement celui de la Grèce mais bien davantage celui de l'Espagne et de l'Italie, dont les taux d'emprunt sont montés depuis plusieurs semaines à des taux intenables. Mais il y a aussi, plus profondément, le problème de la crise de la zone euro tout entière à laquelle il faut fournir –enfin- une réponse crédible et durable.

Deux documents importants sont publiés :

L'EURO

D'abord, les conclusions du Sommet :
www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/fr/ec/131408.pdf

Ensuite, la déclaration commune faite à l'issue du Sommet :
www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/fr/ec/131360.pdf



Dès la fin du Sommet au petit matin du vendredi (après le repas à 27 du jeudi soir, M. Rajoy l'Espagnol et M. Monti l'Italien demandent la tenue immédiate d'un sommet limité aux États membres de la zone euro, sommet qui se termine à l'aube par un compromis obtenu de haute lutte), les marchés boursiers mondiaux connaissent tout de suite au cours du vendredi de remarquables progressions ; comme les Bourses connaissent leur plus belle séance de l'année, certains parlent d'euphorie. On constate aussi que les taux d'emprunt exigés de l'Espagne et de l'Italie se détendent aussitôt. Cela semble donc démontrer que le Sommet est un grand succès... et que le « forcing » réalisé par l'Espagne et l'Italie a réussi.

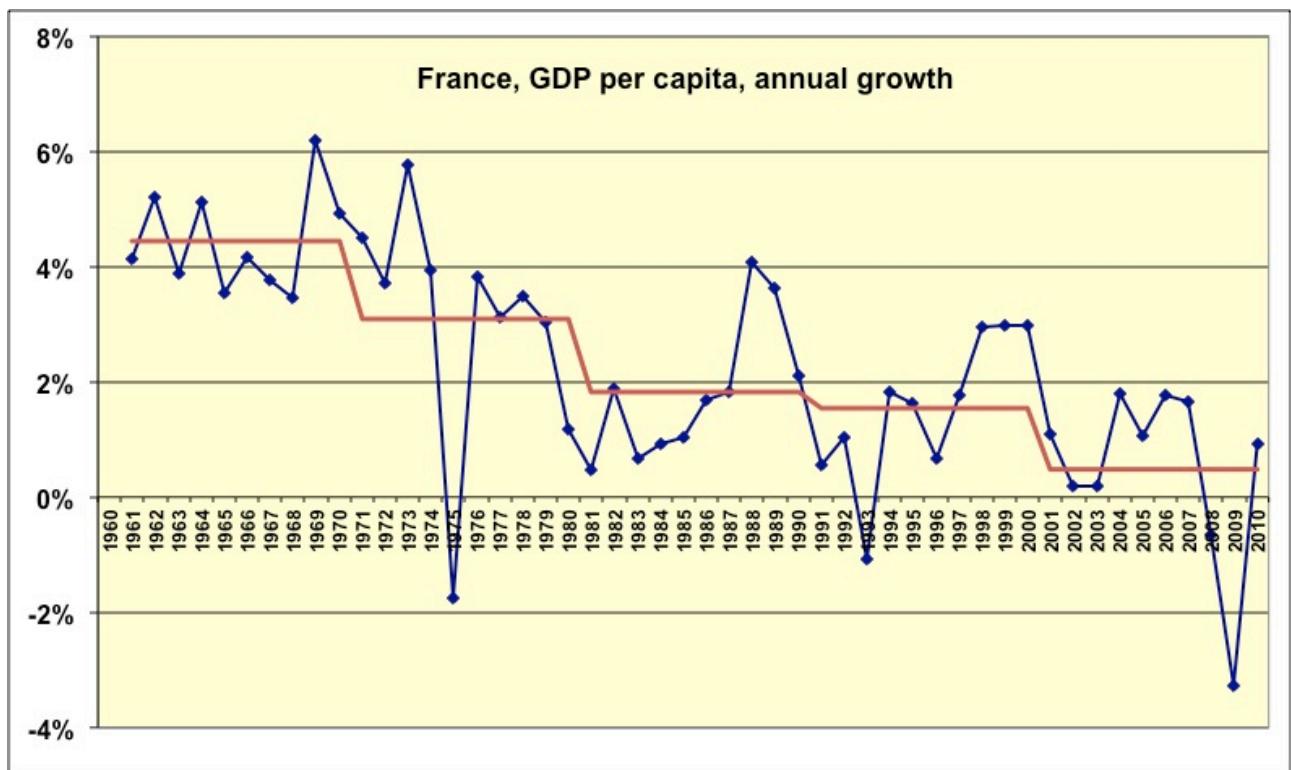
Les résultats de ce sommet, qui a des chances d'être considéré comme historique, peuvent être résumés en six points principaux :

- Premièrement, il y a l'adoption d'un plan de relance de 120 milliards comme annoncé plus haut, résultante de plusieurs mesures (recapitalisation de la BEI, déblocage de fonds structurels, « project-bonds »).

La question de la croissance est cruciale. Non seulement sur le plan pratique –comment concrètement la « relancer » ?- mais aussi –et d'abord- sur les plans de la théorie économique (quel contenu donner à la croissance, quels en sont les ressorts, les avantages et les coûts ?) et de l'écologie politique : en quoi la croissance tant recherchée est-elle vraiment nécessaire et est-on sûr que le processus de « destruction-créatrice » sur lequel elles reposent ne devient pas négatif ? Voir sur ces questions en particulier le blog de Jean-Marc Jancovici (www.manicore.com), où on trouve notamment le graphique suivant, celui de la croissance annuelle du PIB par habitant en France, qui montre que de toute façon il est illusoire d'espérer le retour d'une croissance suffisante pour résoudre à elle seule tous nos problèmes, à commencer par

L'EURO

celui du chômage :



Note : la courbe rouge représente l'évolution de la moyenne par décennie
(Source : Banque mondiale, 2012).

- Deuxièmement, il y a accord de principe sur le pacte de stabilité budgétaire. Avec le 1^{er} point et celui-ci, on aboutit bien à un réaménagement du pacte de discipline budgétaire initial en lui adjoignant un « volet croissance », appelé « Pacte pour la croissance et l'emploi ».
- Troisièmement, les FESF/MES vont pouvoir recapitaliser les banques européennes directement, sans passer par les États, et donc sans peser sur les dettes souveraines ; mais cette aide est soumise à des conditions pas encore très précisées.
- Quatrièmement, ces fonds de secours vont pouvoir aussi acheter de la dette souveraine sur les marchés, de façon à y faire baisser les taux d'intérêt pour que ceux-ci n'aggravent pas la situation financière des États en difficulté mais qui font cependant des efforts pour la redresser. Notons que sur les 700 milliards d'euros dont ces fonds disposent, 200 ont déjà été utilisés pour venir en aide à la Grèce, à l'Irlande et au Portugal. Or, il n'est pas actuellement prévu d'augmenter l'enveloppe globale.
- Cinquièmement, il y a lancement de l'Union bancaire européenne avec, plus rapidement qu'on ne pouvait l'imaginer, une supervision bancaire centralisée par la BCE.

Signalons que le projet d'union bancaire soulève en Allemagne même une grosse controverse entre des dizaines d'économistes : il y a ceux qui défendent le projet en l'estimant très cohérent avec l'union monétaire et le grand marché unique ; et il y a ceux qui, au contraire, estiment que l'union bancaire peut nuire gravement à des économies en bonne santé comme celle de l'Allemagne. Dans l'appel que ceux-ci ont lancé, on peut lire : « les dettes des banques sont presque trois fois plus grandes que les dettes des États et se montent dans les cinq pays en crise à plusieurs milliards d'euros. Les contribuables des pays européens encore solides ne peuvent pas prendre la responsabilité de garantir ces dettes ».

- Sixièmement, création d'un brevet unique européen, dans le but de réduire le coût des inventions. Par contre, on constate que le Sommet n'a pas traité de la question de la mutualisation des dettes et des euro-bonds, et pas davantage de celle de l'intégration politique...

Pour Mario Draghi, interrogé par *Le Monde* (édition des 22-23 juillet), « le sommet a été un succès. Pour la première fois, me semble-t-il, un message clair a été donné : sortir de la crise avec plus d'Europe. En mettant en place une feuille de route pour créer une union à quatre composantes : financière, fiscale, économique et politique. Avec des outils concrets : une union financière, un superviseur bancaire, des fonds de secours à même de recapitaliser les banques quand cette supervision sera en place. Et un calendrier de mise en œuvre ». Et le Président de la BCE en profite pour rappeler

L'EURO

que « notre mandat n'est pas de résoudre les problèmes financier des États mais d'assurer la stabilité des prix et de contribuer à la stabilité du système financier en toute indépendance », tout en affirmant par ailleurs que « notre mandat est de maintenir la stabilité des prix pour éviter une inflation trop élevée mais aussi une baisse généralisée et globale des prix : si nous constatons de tels risques de déflation, nous agirons (...) Nous devons maintenir la stabilité des prix dans les deux sens, faire face aux problèmes tels qu'ils se posent et agir sans préjugés ».

Le même vendredi 29, la chancelière allemande fait adopter le MES par le Parlement, à la majorité des 2/3.

Par contre, les lendemains du Sommet n'ont pas du tout la même tonalité en Angleterre : le Premier ministre David Cameron reçoit une lettre d'une centaine de députés conservateurs lui demandant de faire un référendum sur la sortie du Royaume-Uni de l'UE. On sait que le Royaume-Uni a depuis toujours une position très particulière au sein de l'UE mais l'euroscepticisme y devient maintenant très important, pour des raisons à la fois économiques (les institutions et les décisions de l'UE menacent la City) et politiques (pour des raisons électorales, le parti de D. Cameron est obligé de développer une attitude anti-européenne).

La fin du mois de juin se termine sur les places boursières de manière positive grâce à l'accord obtenu lors du Sommet européen, dont l'ampleur a plutôt agréablement surpris les investisseurs : +3,42% pour le CAC40 (à 3197 points), +2,44% pour le DAX30, +1,04% pour le Footsie, +1,89% pour le Dow Jones, +1,47% pour le Nasdaq, +2,37% pour le Nikkei. L'euro cote 1,26\$.

On voit une fois de plus que les marchés réagissent toujours très rapidement aux événements et aux informations ; en tous les cas plus rapidement que beaucoup d'analystes, en particulier ceux qui se disent sceptiques –et inquiets- à cause du flou des mesures envisagées. Sans parler des critiques ouvertes –et vertes- que font certains, comme ceux qui dénoncent le manque d'avancée en matière d'union budgétaire, comme aussi ceux qui craignent une « incohérence temporelle » entre le sauvetage des banques espagnoles et la mise en place de la supervision bancaire européenne, ou encore comme J.-M. Daniel qui traite de « rooseveltisme lilliputien » le programme de relance de 120 milliards, qui, il est vrai, ne représente que 1% du PIB de l'UE.

Cette bonne ambiance générale –même les agences de notation considèrent que le Sommet européen constitue un tournant important dans l'évolution de la crise de la zone euro- est cependant un peu ternie par la position très rigide de la Finlande qui compte s'opposer au rachat de dettes souveraines par le MES.

• Juillet 2012 ->

Ce mois de juillet est marqué par l'éclatement d'un scandale financier d'une ampleur encore mal estimée mais qui s'annonce comme considérable : celui de la **manipulation du LIBOR**. Le LIBOR (London Interbank Offered Rate) est le plus important taux interbancaire de référence. Il est publié quotidiennement par l'Association des banques anglaises. C'est l'agence financière Thomson Reuters qui le calcule en recueillant auprès d'une vingtaine de grandes banques les taux auxquelles elles empruntent leurs liquidités et en détermine la moyenne après avoir éliminé le quart des valeurs les plus hautes et le quart des valeurs les plus basses. Le LIBOR est non seulement un taux directeur pour les emprunts et contrats de dette qui sont indexés sur lui mais aussi un indicateur précieux sur la santé du système bancaire. Le scandale a commencé en 2005 par une véritable fraude de la part de la banque Barclays pour augmenter ses profits, mais à partir de 2008 la manipulation, qui a été le fait de plusieurs banques, et qui a consisté à communiquer un taux d'emprunt plus faible que le taux réellement pratiqué, a eu pour but d'embellir leur situation. Notons qu'à cet énorme scandale s'en ajoute un autre, plus limité, qui concerne la banque HSBC, accusée d'opérations de blanchiment d'argent issu du trafic de drogues sud-américain. *Tout cela montre non seulement que le système bancaire est capable de pratiques inadmissibles mais que son lobbying est suffisamment puissant pour éviter qu'on lui impose la transparence qui le moraliserait et limiterait ses profits exorbitants : les banques ont en effet réussi à s'opposer aux recommandations faites par un groupe de travail réuni en 2010 par la Fed pour rendre plus transparentes les transactions interbancaires et les opérations sur les marchés dérivés. D'un point de vue encore plus général, et mondial, l'impuissance des autorités gouvernementales et monétaires à imposer une véritable régulation de la finance –à cause essentiellement de leur désunion au niveau international malgré les déclarations d'intention lors des G20 successifs- est un facteur très aggravant de la crise économique mondiale et de la crise des dettes souveraines en Europe : ce sont en effet les banques qui, par définition, alimentent en moyens de paiement et de financement l'ensemble des pôles du circuit économique et, par conséquent, leur dysfonctionnement désorganise la dynamique économique. Et, réciproquement, une dynamique économique pleine d'essoufflements ne peut*

L'EURO

être favorable à la situation des banques ; d'où un cercle vicieux.

Le lundi 2, en France, le Premier Président de la Cour des Comptes, Didier Migaud, remet au Premier ministre un rapport sur « la situation et les perspectives des finances publiques » (www.ccomptes.fr/index.php/Publications/Publications/Situation-et-perspectives-des-finances-publiques-2012).

La lecture de ce travail très complet et très pédagogique fait essentiellement apparaître deux faits. D'abord, il n'y a pas de « cadavres dans les placards » laissés par le gouvernement précédent. Ensuite, dans la mesure où le Président de la République tient absolument à revenir de 4,5% du PIB pour le déficit public en 2012 à 3% dès 2013 (puis à l'équilibre budgétaire en 2017), il faudra trouver l'année prochaine 33 milliards d'euros, en plus des 7 milliards et quelques pour 2012 à cause de la révision à la baisse du taux de croissance : cela va nécessiter des efforts budgétaires considérables qui commandent une vraie politique d'austérité, avec pour risque essentiel de faire entrer notre économie dans le cercle vicieux de la récession –et de régression pour bon nombre de citoyens français en matière de niveau de vie, à commencer par les fonctionnaires. *Il aurait été intéressant de renégocier avec les partenaires non pas tellement un pacte de croissance (tout le monde est d'accord sur la nécessité d'une croissance plus soutenue mais il y a désaccord sur les moyens pour y parvenir) mais bien plutôt un étalement dans le temps du retour à la norme de 3% de déficit public (de nombreux États membres de la zone euro sont concernés et même les marchés sont conscients que le remède peut être pire que le mal). De plus, tout redressement budgétaire pose la question du dosage entre une réduction des dépenses, avec par conséquent des coupes dans le fonctionnement des services publics et du système de protection sociale, et une augmentation des recettes, avec par conséquent une amputation du pouvoir d'achat et de la « demande effective ». Le gouvernement Ayraut décide en ce moment de privilégier l'augmentation des impôts –sans doute faute de temps pour étudier sérieusement les dépenses publiques et les niches fiscales auxquelles il est possible de s'attaquer dans l'immédiat- alors que les politiques réussies qu'ont menées le Canada, la Suède, la Finlande, le Danemark et l'Irlande lors des décennies 1980 et 1990 n'ont jamais comporté d'augmentation de la pression fiscale. Mais il faut reconnaître que ces politiques ont été menées sur plusieurs années et dans un contexte conjoncturel et structurel différent (croissance mondiale forte, dévaluations possibles et politique monétaire accommodante) ; et qu'aujourd'hui une politique de réduction des dépenses publiques peut avoir un effet multiplicateur négatif à un moment où la croissance européenne est déjà très handicapée.*

Le jeudi 5 juillet, la BCE baisse ses taux directeurs. Cette décision, attendue, s'explique par la conjonction de plusieurs facteurs : les résultats du Sommet européen des 28 et 29 juin, avec en particulier la dimension politique positive du projet d'union bancaire, la faiblesse de la croissance, l'augmentation du chômage et une inflation contenue. Il faut souligner que le taux de facilité de dépôt est maintenant de 0% : l'objectif est sans doute de dissuader les banques commerciales à placer auprès de la BCE leurs liquidités excessives et donc de les inciter fortement à développer leur politique de crédit (notons que cet objectif explique que la Banque centrale chinoise baisse elle aussi ses taux directeurs et que la BoE décide d'utiliser à nouveau la planche à billets pour 50 milliards de livres). Mais encore faut-il que la demande de crédits soit au rendez-vous ! Et comme cela n'est pas vraiment le cas, les banques se servent de ces liquidités fournies par la BCE pour acheter des emprunts d'État, ce qui peut plomber leurs bilans de créances pour le moins risquées. De plus, comme la déclaration faite par le Président de la BCE est pessimiste sur la situation économique et financière de la zone euro, les experts sont surpris que la baisse du taux de refinancement ne soit pas plus forte et qu'aucune autre mesure ne soit envisagée (en particulier le rachat de dettes souveraines). Cela explique sans doute que les taux imposés à l'Espagne remontent, que l'euro continue de baisser et que les Bourses terminent la semaine dans le rouge. Sur l'ensemble de cette première semaine, on a : -0,87% pour le CAC40 (à 3169 points), -0,10% pour le DAX30, +1,64% pour le Footsie, -0,84% pour le Dow Jones, +0,08% pour le Nasdaq et +0,16% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2290\$.

Le lundi 9, réunion de l'Eurogroupe à l'issue de laquelle quatre décisions importantes sont à relever : J.-C. Juncker est reconduit à sa présidence (mais c'est une solution d'attente et il n'exercera son mandat que jusqu'à la fin de l'année) ; une enveloppe de 100 milliards d'euros est mise par la zone euro à la disposition de l'Espagne pour secourir ses banques (avec des conditions posées en contreparties qui concernent à la fois l'ensemble des banques et chacune d'elles), et 30 milliards seront versés dès la fin du mois (l'Eurogroupe accordera officiellement cette enveloppe globale le vendredi 20) ; l'Espagne est autorisée à ramener son déficit public à 3% du PIB en 2014

L'EURO

au lieu de 213, avec comme condition de présenter d'ici à la fin du mois un nouveau plan d'ajustement pour la période 2013-2014 ; enfin, la mise en place du MES, prévue à la fin de cette réunion de l'Eurogroupe, est reportée en principe à la prochaine réunion, le 20 prochain, parce que le texte qui crée le MES n'a pas encore été ratifié par l'Italie et l'Allemagne (la Cour constitutionnelle a été saisie par des députés eurosceptiques qui considèrent que les MES fait peser sur leur pays une responsabilité illimitée et que la Commission européenne peut s'opposer de fait aux droits du Parlement, ce qui réduit la souveraineté de leur pays).

Une situation inédite marque aussi ce début de mois de juillet : comme ce qu'a pu faire l'Allemagne en juin et pour la première fois de son histoire, la France emprunte à court terme à des taux nominaux négatifs (et encore davantage négatifs en termes réels) : à - 0,005% à 3 mois et à - 0,006% à 6 mois.

Cela semble aller à l'encontre du bon sens qui veut que les taux d'intérêt soient nécessairement positifs en termes nominaux. Cependant, on peut dire que pour les investisseurs qui, pour une raison ou pour une autre, doivent investir en euros – comme c'est le cas de certains fonds de pension par exemple- les emprunts lancés par l'Allemagne et par la France constituent en Europe les valeurs les plus sûres. On pourrait dire de manière imagée qu'il est normal de payer pour mettre ses bijoux dans un coffre-fort dont est sûr de la sécurité. Il n'empêche que cette anomalie prouve bien la gravité de la situation économique européenne et la désorganisation actuelle des marchés de capitaux dans la zone euro puisque les investisseurs préfèrent perdre de l'argent en prêtant à l'Allemagne ou à la France plutôt que d'en gagner en prêtant aux pays du Sud, dont les taux ne cessent d'ailleurs d'augmenter (et ces taux risquent d'augmenter d'autant plus que les investisseurs craignent de plus en plus de prêter à ces pays). Pour l'Allemagne et la France, la situation est avantageuse puisque ces taux négatifs leur font réaliser de substantielles économies sur les intérêts de leurs dettes : on pourrait aller jusqu'à dire qu'elles « profitent » de la crise des pays du Sud.

Sur un plan strictement technique, l'anomalie n'est que virtuelle. En effet, on arrive à dire que les taux d'intérêt sont négatifs parce que la somme du capital et des intérêts est plus faible que la mise initiale : cela résulte du fait que les investisseurs souscrivent les Bons du Trésor français à un prix supérieur à leur valeur faciale mais leur taux nominal de rendement est certes très bas, mais bel et bien positif.

Le jeudi 12, le FMI s'inquiète de la situation de la Grèce qui est en retard dans la réalisation du plan d'ajustement budgétaire qui est pourtant la contrepartie de l'aide que la « troïka » lui a accordée.

Le même jour, devant des investisseurs londoniens qui ont tendance à penser que la zone euro est mourante, le Président de la BCE Mario Draghi lâche cette phrase : « *Whatever it takes* », « tout ce qu'il faudra » pour signifier que la BCE fera tout pour sauver l'euro. Cette petite révolution en matière de politique monétaire et de communication institutionnelle va marquer de manière indélébile les marchés financiers. On apprendra par la suite que cette déclaration a été faite de manière totalement improvisée et que M. Draghi n'avait pourtant aucun plan.

Le vendredi 13, l'agence Moody's abaisse de 2 crans la note de la dette publique italienne, qui passe ainsi de A3 à Baa2, avec une « perspective négative » ; parce qu'elle juge que l'Italie a une situation économique (croissance faible et fort chômage) qui lui rend de plus en plus difficile la réduction de ses déficits et l'appel aux marchés financiers pour se financer.

Lors de son allocution du 14 juillet, le Président F. Hollande annonce que la « règle d'or » budgétaire sera inscrite dans une loi organique et non dans la Constitution pour ne pas figer une règle qui, selon lui, correspond à un engagement qui ne vaut que pour quelques années. Deux autres raisons peuvent expliquer aussi cette décision : d'une part, la position du Conseil constitutionnel n'est pas encore connue (c'est le jeudi 9 août que le Conseil annoncera qu'une révision constitutionnelle n'est pas nécessaire pour intégrer la « règle d'or ») et d'autre part, et surtout, cela permettrait peut-être d'éviter de devoir réunir la majorité des 3/5 au Congrès.

Pour la deuxième semaine de juillet, les marchés boursiers enregistrent les performances suivantes : + 0,73% pour le CAC40 (à 3135 points), + 2,79% pour le DAX30, + 0,62% pour le Footsie, - 0,07% pour le Dow Jones, - 1,19% pour le Nasdaq et -1,16% pour le Nikkei. L'euro est sous la barre des 1,22\$ et semble se diriger vers 1,20, ce qui correspondrait d'ailleurs grosso modo, selon certains, à son taux d'équilibre de long terme.

Le lundi 23, l'agence Moody's met la dette publique allemande sous « perspective négative », notamment à cause de l'exposition des banques allemandes aux risques que représentent les engagements des « pays du Sud » en difficulté. Moody's met également le Luxembourg et les Pays-Bas sous perspective négative. Les trois pays rejoignent donc la France qui avait été jugée de la

L'EURO

même manière mi-février et maintenue fin mai.

Le vendredi 20, l'Eurogroupe donne son feu vert pour le sauvetage des banques espagnoles avec le versement d'une première tranche de 30 milliards d'euros et il est prévu la constitution d'une « bad bank » pour regrouper les actifs toxiques accumulés par les banques commerciales. Mais les marchés restent malgré tout très tendus, au niveau de leurs taux, c'est-à-dire très sceptiques sur la capacité de l'Espagne à gérer la crise qui accumule les conséquences très négatives de l'éclatement de la bulle immobilière, de l'austérité budgétaire, de la contraction de l'activité macroéconomique et de taux d'emprunt très élevés qui minent sa situation financière.

Sur les places financières, l'avant-dernière semaine du mois se termine alors assez nettement positivement : +4,10% pour le CAC40 (à 3193 points), +5,28% pour le DAX30, +1,89% pour le Footsie, +2,94% pour le Dow Jones, +3,48% pour le Nasdaq, -0,62% pour le Nikkei.

Alors que depuis plusieurs jours et face à des taux d'emprunt très élevés pour eux les responsables espagnols et italiens pressent la BCE de réutiliser sa stratégie de rachat d'obligations publiques, M. Draghi déclare le jeudi 26 que « **la BCE est prête à faire tout ce qui est nécessaire pour préserver l'euro** ». Pour beaucoup, cette déclaration constitue un tournant majeur dans le déroulement de la crise de la zone euro car elle va avoir un impact considérable sur les marchés financiers : les taux d'intérêt vont en effet être immédiatement orientés à la baisse et retrouver rapidement des niveaux significativement bas.

Le vendredi 27, en écho, le Président français et la Chancelière allemande ont un entretien téléphonique à l'issue duquel ils affirment que leurs deux pays « sont fondamentalement attachés à l'intégrité de la zone euro et qu'ils sont déterminés à tout faire pour la protéger ».

Par ailleurs, le cas de la Grèce reste très préoccupant : ce pays voudrait renégocier les contreparties au plan d'aide, en particulier pour obtenir des délais supplémentaires. Des représentants de la « Troïka » sont d'ailleurs à Athènes pour faire le point et le Président de la Commission européenne y est aussi pour pousser les Grecs à mener des réformes vraiment significatives, sans quoi les Grecs ne peuvent espérer de réponse positive de la part de ses créanciers qui perdent de plus en plus patience. D'ailleurs, face à l'incapacité de la Grèce à mener les réformes prévues par le « memoreendum », le versement prévu en juillet de la tranche du prêt accordé n'est pas effectué.

Dans son édition du 29-30 juillet, Le Monde donne les principales conclusions d'une enquête sur le ressenti du risque faite par Ipsos-Logica Business Consulting pour le Crédit Agricole Assurances auprès de plus de 7 000 personnes interrogées dans 7 pays européens (France, Allemagne, Espagne, Italie, Grèce, Pologne et Grande-Bretagne). Il apparaît clairement que les Européens sont très majoritairement de plus en plus angoissés par le risque de précarité. Il y a bien entendu un lien direct entre cette montée générale d'angoisse et la crise de la zone euro. D'autres études et sondages montrent que l'euroscepticisme est lui aussi, naturellement, en progrès ; à la fois au Sud, notamment en Italie, à cause des ravages que créent les programmes d'austérité, et au Nord, notamment en Finlande, parce que les populations ne veulent plus payer pour celles des pays du Sud. 71% des Allemands veulent que la Grèce sorte de la zone euro si le pays ne peut pas réduire ses déficits et 51% estiment que l'Allemagne irait mieux sans l'euro.

La dernière semaine du mois de juillet se solde sur les places boursières par des résultats positifs dans l'ensemble : +2,70% pour le CAC40 (à 3303 points), +0,90% pour le DAX30, -0,43% pour le Footsie, +1,97 pour le Dow Jones, +1,12% pour le Nasdaq et +0,34% pour le Nikkei. L'euro cote 1,226\$.

• Août 2012 ->

Le jeudi 2, lors de la réunion mensuelle de son Conseil des gouverneurs, la BCE déçoit l'ensemble des observateurs : suite aux déclarations faites en particulier par son président à plusieurs reprises les jours précédents, faisant entendre que la Banque centrale était prête à tout faire pour sauver l'euro, on constate qu'aucune décision n'est prise en réalité. Certes, il est réaffirmé que l'euro est « irréversible » (*méthode Coué ?*) et que l' « on ne défie pas la Banque centrale » (« Don't fight the central bank ») mais, primo, la BCE ne baisse pas à nouveau ses taux comme certains l'espéraient, secundo, elle ne lance aucune intervention sur le marché secondaire des titres publics comme c'était attendu par tous et, tertio, elle considère que donner la licence bancaire au MES, comme c'était souhaité par beaucoup pour élargir ses possibilités de sauvetage en permettant son refinancement

L'EURO

auprès de la BCE, n'est pas de son ressort mais de celui des gouvernements. Néanmoins, on apprend que la BCE est à la recherche de nouveaux dispositifs pour contrer la spéculation contre l'euro : pour faire baisser les taux courts imposés aux pays en difficulté, il s'agirait en particulier de rachats de titres publics concentrés sur des durées courtes, inférieures à un an ; et M. Draghi précise que ces opérations d'intervention de la BCE seraient « d'une taille en rapport avec les objectifs visés », ce qui signifie sans doute que la BCE romprait de fait avec sa philosophie antérieure consistant à limiter ses rachats d'obligations publiques temporellement et quantitativement (il s'agit du programme appelé SMP adopté en mai 2010 et suspendu depuis maintenant plus de 4 mois). Mais quand ces nouvelles mesures seront-elles mises en place ? De toute façon, la BCE ne compte pas intervenir si les gouvernements ne font pas correctement leur travail de rétablissement budgétaire et ne font pas la démarche de demander au MES d'intervenir. Or, il se trouve que, le même jour, M. Monti et M. Rajoy déclarent de Madrid où ils se rencontrent que leurs deux pays ne sont pas disposés à demander une telle aide ! Bref, la BCE impose à tous une « douche écossaise », ce qui se traduit immédiatement par un plongeon des Bourses et par une flambée des taux espagnols et italiens. Mais, dès le lendemain, le vendredi 3, les marchés se ravissent en pointant ce que l'on considère plus haut comme un changement de philosophie de la BCE, en comprenant que l'immobilisme de la BCE s'explique en particulier par le souci de ne pas courir le risque d'aléa moral et en prenant aussi en compte l'amélioration de la situation de l'emploi aux États-Unis : c'est ainsi que le CAC40 rebondit dans la journée de +4,38%, ce qui est la deuxième plus forte hausse depuis le début de l'année, après avoir chuté la veille de 2,68%. Par contre, les taux imposés à l'Espagne et à l'Italie restent élevés.

Et c'est également le vendredi 3 que le chef du gouvernement espagnol laisse entendre que son pays est finalement disposé à demander l'aide de la zone euro pour réduire les taux d'intérêt que les marchés lui impose. Mais il demande pour l'instant à la BCE les modalités que cette aide pourrait concrètement prendre.

La fin de la première semaine du mois d'août se termine sur les marchés boursiers par des performances très mitigées : +0,79% pour le CAC40, +0,35% pour le DAX30 ; +1,60% pour le Footsie, -0,07% pour le Dow Jones, +0,33% pour le Nasdaq, -0,13% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2275\$.

Le mardi 7, l'agence S&P abaisse la perspective de la note de la dette publique de la Grèce, de « stable » à « négative », à cause des retards que ce pays met à appliquer le plan exigé par ses créanciers internationaux : la note actuelle CCC pourrait donc être à nouveau dégradée.

Également le mardi 7, lors d'un entretien accordé à une chaîne de télévision allemande, le Président de l'Eurogroupe J.-C. Juncker, déclare que la sortie de la Grèce « serait gérable mais cela ne veut pas dire qu'elle est souhaitable parce qu'il y aurait beaucoup de risques pour la population en Grèce ».

Le mercredi 8, la Banque de France prévoit dans la publication de son enquête mensuelle de conjoncture que la France est en train d'entrer en récession (puisque elle estime que notre PIB va baisser lors de 2 trimestres successifs au moins, lors du second et du troisième de 2012). Mais d'après les tout récents résultats de l'INSEE, la France évite en fait la récession parce qu'elle enregistre une croissance tout juste nulle pour le 2^{ème} trimestre. Est constatée aussi l'aggravation de notre déficit commercial au cours du premier semestre, et spécialement en juin, à cause en particulier de la contraction des exportations industrielles, elle-même due pour l'essentiel à la crise économique en Europe. *À propos du déficit commercial, on peut reprendre ici un raisonnement proposé par François David (dans Le Monde du 21 janvier 2014) qui relativise l'intérêt de cet indicateur pour évaluer la compétitivité d'une économie nationale. Quand on considère les exportations par tête d'habitant, la France est seconde au sein de l'OCDE après l'Allemagne : « un Français exporte 120% de plus qu'un Américain, 33% de plus qu'un Britannique et 8 fois plus qu'un Chinois ! ». Et quand on analyse la part de la France dans le marché mondial, elle est certes passée de 4,5% à 3% mais tous les pays de l'OCDE ont connu une réduction de leur part de manière similaire, essentiellement au profit de la Chine.*

Le jeudi 9, le Conseil constitutionnel donne sa réponse à la question que lui avait posée le 13 juillet le Président Hollande concernant l'éventuelle nécessité de réviser la Constitution pour y inscrire la « règle d'or » comme le recommande le traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'UEM signé à Bruxelles le 30 janvier : la révision constitutionnelle n'est pas nécessaire et

L'EURO

l'inscription de la règle d'or peut être faite comme le souhaitait F. Hollande dans une simple loi organique. Celui-ci, prenant acte de cette décision, demande aussitôt au gouvernement de préparer dans les meilleurs délais la ratification du traité ainsi que le projet de loi organique.

Dans l'édition du journal Le Monde du 14 août, Jean Pisani-Ferry fait une lecture plus précise de la décision du Conseil constitutionnel qui comporte en effet une alternative : « soit la France se dote d'une règle budgétaire contraignante, de type règle d'or, et elle doit réviser sa Constitution ; soit elle fait reposer le respect des normes européennes de finances publiques sur la mise en place de procédures de décision et d'exécution budgétaires, et elle n'en a pas besoin ». Le commentaire qu'en fait l'auteur de l'article est important : « sans surprise, l'Élysée a immédiatement fait le choix de cette seconde voie. La question qui se pose est désormais de savoir si la réforme sera assez ambitieuse pour assurer la crédibilité budgétaire dont la France a un besoin urgent ». Concrètement, cette crédibilité repose sur le respect des 3% du PIB pour le déficit en 2013. Ce constat n'est rien moins que terrible car cela sera d'autant plus difficile que la conjoncture n'est pas favorable ; or, on sait que les efforts budgétaires nécessaires auront alors en eux-mêmes un effet récessif important, d'où le risque d'un cercle vicieux et du déroulement d'une spirale infernale. Cette spirale est alimentée par le jeu à la fois des stabilisateurs automatiques qui font que cet objectif de 3% est procyclique et par celui des multiplicateurs qui sont d'autant plus élevés que l'on est en phase dépressive et qu'il y a simultanéité des politiques d'austérité dans plusieurs États membres. Pour éviter le risque d'une telle spirale, il faudrait, comme le suggère J. Pisani-Ferry, renoncer à fixer des objectifs budgétaires nominaux rigides et décider d'ajuster ces objectifs en fonction de l'évolution conjoncturelle, autrement dit de les définir en termes structurels, ce qui veut dire concrètement les fixer en tenant compte de l'écart entre la croissance effective et la croissance potentielle ; mais cette saine décision est-elle envisageable en fonction de la situation politique de l'UEM ? Il serait possible aussi, comme le propose F. Vergara dans l'édition du journal Le Monde du 4 septembre, de s'inspirer, en l'adaptant aux conditions actuelles, de la solution qu'avaient imaginée Keynes en 1940 et Hansen en 1941 pour faire face aux dépenses de guerre : réduire les dépenses de consommation des ménages en les soumettant à une épargne forcée. Et puisque l'on vient d'évoquer Keynes, posons-nous la question de savoir s'il ne vaut pas mieux avoir l'obsession de la formation des jeunes et du financement des infrastructures que celle de la réduction de la dette publique.

C'est d'ailleurs ce risque de cercle vicieux et de spirale dépressive que la Grèce tente d'éviter, si c'est encore possible, en demandant « un peu d'air » par le report au début 2016 la réalisation de l'équilibre budgétaire. Pour cela, le premier ministre rencontre A. Merkel puis F. Hollande, mais ceux-ci, après s'être eux-mêmes rencontrés à Berlin, restent pour l'instant sur une position relativement ferme en attendant le rapport que « la troïka » doit faire courant septembre sur la situation de la Grèce.

Les indices boursiers montrent des progressions intéressantes sur la deuxième semaine : +3,51% pour le CAC40 (à 3436 points), +5,43% pour le DAX30, +3,34% pour le Footsie, +2,22% pour le Dow Jones, +3,74% pour le Nasdaq, + 3,93% pour le Nikkei. Ces résultats montrent que les investisseurs sont sans doute rassurés par la stratégie de la BCE mais ils surtout intéressés par les actions qui sont par définition plus risquées que les obligations mais plus rémunératrices aussi en général. L'euro cote 1,2294\$ (cette baisse de l'euro, à laquelle il faut ajouter les conséquences des tensions autour de l'Iran et de la Syrie, explique que le prix du pétrole atteigne des sommets pour les Européens).

Sur les places boursières, la quatrième semaine se termine par des performances toutes orientées à la baisse : le CAC40 avec -1,58%, le DAX30 avec -0,99%, le Footsie avec -1,30%, le Dow Jones avec -0,88%, le Nasdaq avec -0,22% et le Nikkei avec -1,00%. Et l'euro cote 1,2511\$.

Le lundi 27 août, les ministres de l'économie et des finances allemand et français annoncent, pour mieux préparer le Conseil européen de mi-octobre, la formation d'un groupe commun de travail pour étudier à la fois les décisions sur la Grèce et l'Espagne, et les trois grandes questions structurelles que pose depuis un certain temps la situation globale de la zone euro : la supervision bancaire, l'union bancaire et l'intégration européenne. En ce qui concerne la supervision bancaire, la Commission européenne propose qu'elle soit assurée par un Conseil des superviseurs, qui, au sein de la BCE, serait distinct du Conseil des gouverneurs ; il superviserait environ 6 000 banques de la zone euro.

Le lundi 27, lors de l'entretien qu'il accorde au Spiegel, le gouverneur de la Buba critique ouvertement la politique de la BCE lorsqu'elle rachète de la dette publique parce qu'il considère qu' « une telle politique est trop proche d'un financement des États par la planche à billets », avec comme risque une poussée inflationniste, et qu'il ne faut pas « sous-estimer le danger de devenir accro au financement par la banque centrale comme à une drogue » : on retrouve là l'argument

L'EURO

allemand de fond, celui du risque d'aléa moral.

Le jeudi 30, la chancelière est en visite à Pékin. *Deux leçons géostratégiques importantes de cette visite peuvent être tirées. D'une part, il apparaît clairement que l'Allemagne est de fait l'ambassadrice de toute l'Europe dans le monde entier. D'autre part, le premier ministre chinois exprime ses inquiétudes sur la situation de la zone euro et son souci de voir les pays de l'Europe du Sud adopter des réformes structurelles. Or, la zone euro a sans doute besoin de l'aide que peut lui apporter la Chine en investissant dans les dettes souveraines européennes. Par conséquent, l'avenir de la zone euro dépend en grande partie du comportement à la fois de l'Allemagne et de la Chine. Sur un plan technique, ces déterminants géopolitiques se traduisent –comme souvent– en termes de change : le sauvetage de la zone euro voudrait d'une part qu'il y ait un rééquilibrage entre les excédents du Nord (de la zone euro) et les déficits du Sud et d'autre part qu'il y ait une réduction du déséquilibre entre la zone euro et la Chine. Or, l'Allemagne et la Chine veulent l'une et l'autre continuer à profiter pleinement de leur compétitivité...*

Le vendredi 31, le Gouverneur de la FED, Ben Bernanke, dresse un tableau assez sombre de l'économie américaine, et comme « les risques des mesures de politique monétaire non traditionnelles semblent maîtrisables », ce qui veut dire qu'un nouvel assouplissement quantitatif (qui serait un « EQ3 ») n'entraînerait pas de tensions inflationnistes, il considère que « nous ne devons pas exclure d'y recourir davantage si la conjoncture économique l'impose ».

Sur les places boursières, les derniers jours du mois d'août se soldent par des résultats plutôt négatifs, comme pour dire que la trêve estivale est bien finie : -0,99% pour le CA40 (à 3413 points), 0% pour le DAX30, -1,13% pour le Footsie, -0,51% pour le Dow Jones, -0,09% pour le Nasdaq et -2,54% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2576\$.

• Septembre 2012 ->

Le jeudi 6, lors de sa réunion mensuelle, le Conseil des gouverneurs concrétise les affirmations fortes faites à l'issue de la réunion du mois précédent à propos de « l'euro est irréversible » et du « on ne défie pas la Banque centrale ». Il décide en effet d'appliquer un nouveau programme de rachat sur le marché secondaire de titres de dette (d'une maturité de 1 à 3 ans, donc courte) des États en difficulté de la zone euro, sans limite de temps ni de quantité, mais sous une stricte conditionnalité (ils doivent demander l'aide du FESF/MSF, s'engager à assainir leurs finances publiques et accepter un droit de regard de la « troïka », sauf qu'une intervention du FMI est jugée souhaitable mais pas nécessairement indispensable). La BCE ne se fixe pas d'objectifs d'écart de taux par rapport à ceux de l'Allemagne, qui servent de référence. Ce programme, appelé « OMT » - Outright Monetary Transactions -, diffère un peu du programme « SMP » - Securities Markets Programm - lancé en mai 2010 pour un total de 210 milliards d'euros, et stoppé en mars 2012 : il n'y a plus de limite quantitative fixée aux rachats de dettes souveraines, la BCE ne sera plus considérée comme un créancier privilégié et elle donnera davantage d'informations au marché sur la nature des opérations effectuées, sur les prix pratiqués et sur les maturités des titres rachetés. On peut néanmoins dire qu'il s'agit du 2^{ème} programme de rachat de dettes souveraines décidé par la BCE. Dans les deux cas, la BCE réalise une création brute de monnaie mais pas une création nette puisque ses interventions sur le marché secondaire des titres sont « stérilisées » de façon à ce que la masse monétaire n'augmente pas (la BCE peut par exemple émettre des certificats de dette à échéance courte –moins de 12 mois– avec un taux incitant les banques à lui fournir périodiquement des liquidités). Dans les deux cas aussi, la BCE prend soin de présenter ces interventions comme ayant pour but, non pas d'aider les États en difficulté, mais de restaurer les canaux de transmission de la politique monétaire en empêchant la spéculation à la hausse des taux obligataires, de manière à ce que les modifications des taux directeurs aient bien un impact sur les taux longs. Il n'empêche que ce dispositif est voté à l'unanimité des Gouverneurs moins une voix, celle de Jens Weidmann, gouverneur de la Banque d'Allemagne, qui craint toujours les risques d'inflation et d'aléa moral que comporte une telle stratégie : celui-ci a officialisé son vote négatif peu après la réunion du Conseil, ce qui est la première grande entorse au principe du secret des délibérations du Conseil des gouverneurs de la BCE (rappelons qu'Axel Weber, le prédécesseur de J. Weidmann, avait démissionné pour marquer son opposition au SMP). Il faut dire que la grosse différence entre les deux dispositifs, SMP et OMT, c'est que l'OMT peut se traduire par des interventions d'un montant illimité. Mais l'OMT reste assujetti au principe de la conditionnalité de l'intervention, qui, si elle est trop sévère peut désinciter les pays à demander de l'aide ; et la procédure est lourde, d'où des

L'EURO

délais de mise en œuvre préjudiciables. D'un autre côté, en faisant baisser les taux d'intérêt, l'OMT peut désinciter à faire les réformes nécessaires. Et l'OMT aboutit de toute façon à l'engagement des États membres, et par conséquent de leurs contribuables ; ce qui entraîne en définitive une entorse importante à la clause de non renflouement.

Ce programme OMT va au-delà de ce qui avait été anticipé, d'où une réaction immédiatement favorable des marchés, même s'il y a par ailleurs statu quo du côté des taux directeurs alors que leur baisse était attendue ; surtout que la BCE révise elle-même à la baisse ses prévisions de croissance et que l'inflation dépasse un peu la limite des 2%.

Après cette importante décision de la BCE, il n'est pas étonnant que la semaine, la première du mois, se termine sur les marchés boursiers par des hausses généralisées : +3,11% pour le CAC40 (à 3519 points), +3,5% pour le DAX30, +1,46% pour le Footsie, +1,65% pour le Dow Jones, +2,88% pour le Nasdaq et +0,36% pour le Nikkei. L'euro cote 1,28\$.

Lors de son intervention du dimanche 9, sur TF1, le Président Hollande confirme l'engagement de la France de ramener en 2013 son déficit public à 3% par rapport au PIB, fixe l'agenda et annonce les mesures pour y parvenir. Il prévoit 10 milliards d'euros de diminution de dépenses publiques et 20 d'augmentation d'impôts, partagée également entre les entreprises et les ménages, le tout correspondant à ce que la Cour des comptes avait estimé comme effort global nécessaire.

On constate donc que le Président français ne modifie en rien les engagements pris par la France alors même qu'il reconnaît qu'il faut réviser à la baisse la prévision du taux de croissance pour 2013 (de 1,2% à 0,8%) : ce n'est donc pas 30 milliards qu'il va falloir trouver mais davantage (près de 50 ?), et cela dans le même laps de temps. Est-ce non seulement bien raisonnable mais est-ce tout simplement possible ? Le fait que F. Hollande s'arcboute sur cet objectif de 3% dès 2013 ne peut s'expliquer que par la pression qu'exerce en définitive « cet ennemi qu'est la finance », autrement dit par « la tyrannie des marchés » (il faut dire que pour l'instant ils nous prêtent à des taux imbattables, ce qui nous aide dans notre effort de redressement budgétaire). Mais, si le pari des 3% ne peut pas être tenu, comment ces mêmes marchés réagiront-ils, sans parler des effets délétères sur l'économie et la société française que va avoir forcément cette politique d'austérité ? Surtout que la politique décidée est non seulement déséquilibrée entre les économies sur les dépenses publiques et les hausses d'impôts (10 milliards d'euros d'économies sur les dépenses publiques et 20 milliards de hausses d'impôts -partagées également entre les entreprises et les ménages) mais surtout ce déséquilibre est dans le sens inverse à celui qu'il faudrait puisque, et c'est le rapport de notre Cour des comptes de juillet 2012 qui le dit lui-même, plusieurs études montrent que « que le redressement des finances publiques est plus fort et plus durable lorsqu'il porte sur la maîtrise des dépenses, plutôt que sur le relèvement des impôts et cotisations ». Les études auxquelles la Cour des comptes fait référence sont celles d'organisations internationales, dont le FMI. L'article réputé qu'ont fait paraître en octobre 2009 Alberto Alesina et Silvia Ardagna dans la revue « National Bureau of Economic Research » arrive à la même conclusion : quand on recherche à restaurer les finances publiques, les hausses d'impôts sont beaucoup plus néfastes que la réduction des dépenses publiques en matière d'emploi et de croissance (cette conclusion est nettement confirmée dans le « working paper » que A. Alesina a fait paraître en août 2012, en collaboration avec C. Favero et F. Giavazzi). Et cela sans même évoquer les risques de fuites des capitaux et des cerveaux ni le développement du travail au noir, ni non plus les conséquences de la baisse du moral des entreprises et des ménages. Ces résultats peuvent sembler entrer en contradiction avec la présentation généralement faite du multiplicateur de dépenses et du multiplicateur fiscal (voir ici notre remarque en date du 12 janvier 2012 et voir sur notre site notre document sur la modélisation de l'équilibre macroéconomique) où il apparaît que le premier est plus fort que le second. L'explication de cette apparente contradiction réside dans l'horizon de temps considéré. Dans le court terme, une réduction des dépenses publiques a un effet dépressif plus important qu'une hausse des impôts ; c'est là que se trouve sans doute l'explication du choix du gouvernement. Mais à plus long terme, c'est bien l'action sur les dépenses qui semble être la plus efficace pour redresser les finances publiques tout en ne nuisant pas excessivement à l'activité économique. Car une augmentation de la pression fiscale est mauvaise à la fois pour l'offre et pour la demande. En effet, d'une part, l'augmentation des charges des entreprises réduit d'autant leur marge bénéficiaire et leur capacité de financement, d'où des conséquences négatives sur leurs investissements, sur la compétitivité de l'économie et sur l'équilibre extérieur. D'autre part, l'augmentation des impôts des ménages entraîne une réduction de leur consommation : les entreprises deviennent alors moins profitables et à cause de cela et de la moindre demande leurs capacités de production deviennent excédentaires et elles investissent encore moins. Il faut être conscient qu'une bonne politique économique doit être à la fois une politique de l'offre et une politique de la demande : on marche mieux sur deux jambes que sur une seule. Mais encore faut-il que toutes deux soient bien orientées quand il s'agit de favoriser la croissance et de lutter contre le chômage. Or, augmenter les impôts des entreprises et des ménages consiste à faire à la fois une politique de l'offre récessive et une politique de la demande également récessive ; d'où une spirale négative. Cela dit, le degré de gravité de ces conséquences dépend non seulement de l'impact

L'EURO

qu'ont effectivement les hausses d'impôts sur la consommation des ménages et sur les performances des entreprises mais aussi de la conjoncture internationale (à la question de savoir si la demande étrangère peut soutenir l'activité intérieure, les informations actuelles sont guère encourageantes). Par ailleurs, les hausses d'impôts prévues vont faire passer le taux des prélèvements obligatoires de 44,9% à 46,3% du PIB : cela pose la fameuse question du taux de pression fiscale optimale, en relation avec la courbe de Laffer (« trop d'impôt tue l'impôt »).

En date du 18 octobre, le département Analyse et prévision de l'OFCE fait paraître un article d'Éric Heyer, Marion Cochard, Bruno Ducoudré, Hervé Péléraux et Mathieu Plane, dont l'introduction annonce franchement la couleur – sombre : « En moyenne annuelle, l'économie française devrait croître de 0,1 % en 2012 et de 0,0 % en 2013. Cette performance est particulièrement médiocre et très éloignée du chemin que devrait normalement emprunter une économie en sortie de crise. Quatre ans après le début de la crise, le potentiel de rebond de l'économie française est important : il aurait dû conduire à une croissance spontanée moyenne de près de 3,0 % l'an au cours des années 2012 et 2013, permettant de rattraper une partie de l'écart de production accumulé depuis le début de la crise. Mais cette reprise spontanée est freinée, principalement par la mise en place de plans d'économies budgétaires en France et dans l'ensemble des pays européens. La stratégie de consolidation budgétaire, imposée par la Commission européenne, devrait amputer de près de 6 points de PIB l'activité en France au cours des années 2012 et 2013.

En s'établissant à un rythme éloigné de son potentiel, la croissance attendue accentuera le retard de production accumulé depuis 2008 et continuera à dégrader la situation sur le marché du travail. Le taux de chômage augmenterait régulièrement pour s'établir à 11 % fin 2013.

Par ailleurs, la réduction du déficit budgétaire attendue par le gouvernement de la mise en place de la stratégie de consolidation – objectif de déficit des APU à 3 % de PIB en 2013 – sera en partie rognée par le manque à gagner en recettes fiscales dû à la faiblesse de la croissance. Le déficit public devrait s'établir à 3,5 % en 2013. Si le gouvernement français tenait coûte que coûte à respecter son engagement de déficit budgétaire à 3 %, cela nécessiterait l'adoption d'un nouveau plan de restrictions d'un montant de 22 milliards d'euros. Cette stratégie amputera l'activité économique dans l'hexagone de 1,2 % en 2013 et engendrerait une hausse supplémentaire du taux de chômage qui frôlerait la barre des 12 % et amplifierait les destructions d'emplois de près de 200 000».

Le mercredi 12, la Cour constitutionnelle allemande rejette les différentes plaintes déposées devant elle pour dénoncer le caractère anticonstitutionnel du futur MES : cette décision va donc permettre au Président allemand de signer les textes de loi sur le MES et le Pacte de stabilité que le Parlement avait adoptés fin juin. On peut dire qu'ainsi le dispositif de sauvetage de la zone euro est sauvé ! Mais il ne faut peut-être pas se réjouir trop vite. D'abord, parce que cette décision n'est que provisoire ; la décision définitive interviendra dans quelques semaines. Ensuite, la Cour constitutionnel pose deux conditions à la ratification du traité : d'une part, elle exige que la contribution de l'Allemagne au MES n'excède pas la limite actuelle de 190 milliards d'euros sans l'accord du Bundestag et d'autre part, il faut que soient communiquées par le MES aux deux chambres (Bundestag et Bundesrat) des informations complémentaires pour éclairer leur décision ; alors que les statuts du MES considèrent que de telles décisions font partie du « secret professionnel » auquel le personnel du MES est tenu. Le Président de l'Eurogroupe, J.-C. Juncker, fixe malgré tout aussitôt, au 8 octobre, la première réunion du Conseil des gouverneurs du MES, qui rassemble les 17 ministres des finances de la zone euro.

Ainsi, en l'espace de quelques jours, la décision venue de Francfort et cette décision venue de Karlsruhe assurent *a priori* que la zone euro dispose maintenant de moyens puissants pour assurer le sauvetage des pays en difficulté.

Le jeudi 13, étant donné des prévisions orientées à la baisse de la croissance américaine, la Fed s'engage à maintenir son taux directeur quasiment à 0% jusqu'à la mi-2015 au moins et surtout elle lance l'opération « QE3 », c'est-à-dire le troisième « assouplissement monétaire », après ceux de novembre 2009 et de septembre 2011. Celui-ci va porter sur 40 milliards d'euros chaque mois, et jusqu'à ce qu'il y ait clairement des signes de reprise de l'emploi, donc sans limites temporelle ni quantitative, contrairement aux deux précédentes « QE ». Il s'agit de relancer l'activité –via le crédit- en apportant des liquidités supplémentaires en rachetant des dettes hypothécaires, même de mauvaise qualité (et non des emprunts d'État).

Ainsi, avec les décisions prises par la BCE le 6 et celles de la Fed du 14, on constate ces temps-ci un franc activisme des deux Banques centrales qui semble de surcroît correspondre à un changement d'objectif puisque le soutien de l'activité économique devient maintenant plus important que la stabilité des prix.

Le vendredi 14, l'Eurogroupe se réunit à Nicosie : les principaux sujets de discussion s'inscrivent dans un contexte général d'attente, celui de la remise, début octobre, du rapport de la « troïka » à

L'EURO

propos de la situation de la Grèce : il se pourrait que l'on accorde un peu de temps supplémentaire pour remplir leurs objectifs de déficit public et de plan de redressement à ce pays ainsi qu'au Portugal ; on demande à l'Espagne si elle va se décider à solliciter une aide financière extérieure ; on évoque aussi le projet d'Union bancaire et la mise en place du MES, qui pourrait intervenir rapidement en faveur de l'Irlande qui demande depuis longtemps qu'on l'aide à sauver certaines de ses banques.

La fin de la deuxième semaine est marquée sur les marchés boursiers par des hausses qui s'expliquent essentiellement par le bon accueil fait aux décisions radicales de la Fed de jeudi : +1,78% pour le CAC40 (à 3582 points), +2,74% pour le DAX30 ; +2,08% pour le Footsie, +2,15% pour le Dow Jones, +1,52% pour le Nasdaq et +3,24% pour le Nikkei. L'euro cote 1,31\$.

Après deux semaines de hausses, les places boursières s'assagissent à la fin de la troisième : -1,42% pour le CAC40 (à 3531 points), +0,53% pour le DAX30, -1,06% pour le Footsie, -0,10% pour le Dow Jones, -0,13% pour le Nasdaq et -0,54% pour le Nikkei. L'euro cote 1,30\$.

Le début de la dernière semaine est marqué par trois informations plutôt inquiétantes. D'abord, alors que le ministère grec de l'économie confirme qu'il pourrait y avoir un rééchelonnement du remboursement des créances que détient la BCE sur son pays, surtout qu'il vient de finaliser un nouveau plan d'économies pour continuer à bénéficier du secours de l'UE et du FMI (d'où d'ailleurs le déclenchement d'une grève générale), la BCE réagit immédiatement en précisant qu'il n'en est pas question parce que cela voudrait dire que la Banque centrale financerait un État membre par création monétaire. Ensuite, l'Allemagne, les Pays-Bas et la Finlande publient un communiqué commun qui conteste la recapitalisation directe des banques en difficulté, ce qui peut remettre en cause le fonctionnement du MES, et par conséquent le traitement de la crise de la dette en Europe. Enfin, le gouvernement espagnol continue à retarder sa demande officielle d'une aide financière de l'UE-FMI.

Pour gérer les crises financières de la zone euro, est créé le jeudi 27 est créé **le Mécanisme européen de stabilité, ou MES**, en remplacement à la fois du MESF et du FESF créés en 2010. Le MES affiche un capital de 700 milliards d'euros, dont 80 payables en 5 annuités égales et 620 sont sous forme de capital et garanties appelables.

Le vendredi 28, présentation en Conseil des ministres du premier projet de loi de finances du gouvernement socialiste français. Comme déjà indiqué plus haut, l'objectif reste bien de parvenir à un déficit de 3% maximum dès 2013 et il s'agit de trouver 30 milliards d'euros par des économies de dépenses publiques de 10 et par des hausses d'impôts de 20. L'hypothèse de croissance pour 2013 retenue par le gouvernement est de 0,8%. Le Premier ministre affirme que l'objectif fixé est « réaliste et atteignable » ; et qu'il faut tout faire pour y parvenir, pour éviter que les marchés financiers nous imposent des taux plus élevés, parce que cela pourrait conduire la France sur le même chemin que l'Italie ou l'Espagne.

Il n'empêche que la plupart des économistes conjoncturistes tablent sur une croissance significativement plus faible. Et comme il est difficile de penser que le gouvernement est partisan de la méthode Coué, on peut penser que ses affichages visent en priorité les marchés pour préserver auprès d'eux la crédibilité de notre pays, quitte à devoir plus tard leur expliquer pourquoi le seuil des 3% est dépassé. Revoir à ce sujet nos remarques faites à la date du 9 de ce mois.

La dernière semaine du mois de septembre se solde sur les marchés financiers par des baisses généralisées causées essentiellement par les conséquences pour toute la zone euro des atermoiements de l'Espagne à demander une aide financière (les taux qu'on lui demande retrouvent d'ailleurs le niveau qu'ils avaient avant les mesures décidées par la BCE en début de mois) : -4,98% pour le CAC40 (à 3355 points), -3,16% pour le DAX30, -1,89% pour le Footsie, -1,05% pour le Dow Jones, -2% pour le Nasdaq et -2,63% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2859\$.

• Octobre 2012 ->

Le jeudi 4, la BCE ne modifie pas ses taux et n'annonce pas de nouvelles mesures non-conventionnelles. Son Président rappelle que l'OMT est opérationnel : pour que le dispositif fonctionne, encore faut-il que les gouvernements en expriment le besoin.

Sur les marchés financiers, la première semaine du mois se termine plutôt sur des performances haussières, en particulier grâce à de bonnes nouvelles sur la situation macroéconomique des États-

L'EURO

Unis : +3,05% pour le CAC40 (à 3457 points), +2,52% pour le DAX30, +2,25% pour le Footsie, +1,29% pour le Dow Jones, +0,64% pour le Nasdaq et -0,08% pour le Nikkei.

Le lundi 8, en remplacement du FESF, lancement officiel du « MES » à Luxembourg, avec une enveloppe globale de 500 milliards d'euros. Les MES constitue une sorte de FMI à l'échelle de la zone euro.

À cette occasion, l'Eurogroupe exige de la Grèce que lors du Conseil européen des 18 et 19 octobre elle se montre déterminée à tenir ses engagements et n'a pas envisagé de lui consentir des délais supplémentaires. Et la troïka ne cesse de repousser la publication de son rapport dont dépend le versement à la Grèce de la tranche d'aide de 31,5 milliards d'euros en novembre, dont elle a absolument besoin.

Le mardi 9, les députés français votent à une large majorité le « traité européen » -traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG)- (477 voix pour et 70 contre). Les sénateurs l'adopteront le jeudi 11 (306 voix pour et 32 contre).

Extraits du TSCG (http://european-council.europa.eu/media/639232/08_-_tscg.fr.12.pdf) :

(...)

ARTICLE 3

1. Outre leurs obligations au titre du droit de l'Union européenne et sans préjudice de celles-ci, les parties contractantes appliquent les règles énoncées au présent paragraphe:

1. a) la situation budgétaire des administrations publiques d'une partie contractante est en équilibre ou en excédent;
2. b) la règle énoncée au point a) est considérée comme respectée si le solde structurel annuel des administrations publiques correspond à l'objectif à moyen terme spécifique à chaque pays, tel que défini dans le pacte de stabilité et de croissance révisé, avec une limite inférieure de déficit structurel de 0,5 % du produit intérieur brut aux prix du marché. Les parties contractantes veillent à assurer une convergence rapide vers leur objectif à moyen terme respectif. Le calendrier de cette convergence sera proposé par la Commission européenne, compte tenu des risques qui pèsent sur la soutenabilité des finances publiques de chaque pays. Les progrès réalisés en direction de l'objectif à moyen terme et le respect de cet objectif font l'objet d'une évaluation globale prenant pour référence le solde structurel et comprenant une analyse des dépenses, déduction faite des mesures discrétionnaires en matière de recettes, conformément au pacte de stabilité et de croissance révisé ;
c) les parties contractantes ne peuvent s'écartier temporairement de leur objectif respectif à moyen terme ou de la trajectoire d'ajustement propre à permettre sa réalisation qu'en cas de circonstances exceptionnelles, telles que définies au paragraphe 3, point b) ;
4. d) lorsque le rapport entre la dette publique et le produit intérieur brut aux prix du marché est sensiblement inférieur à 60 % et lorsque les risques pour la soutenabilité à long terme des finances publiques sont faibles, la limite inférieure de l'objectif à moyen terme telle que définie au point b) peut être relevée pour atteindre un déficit structurel d'au maximum 1,0 % du produit intérieur brut aux prix du marché ;
5. e) un mécanisme de correction est déclenché automatiquement si des écarts importants sont constatés par rapport à l'objectif à moyen terme ou à la trajectoire d'ajustement propre à permettre sa réalisation. Ce mécanisme comporte l'obligation pour la partie contractante concernée de mettre en œuvre des mesures visant à corriger ces écarts sur une période déterminée.

2. Les règles énoncées au paragraphe 1 prennent effet dans le droit national des parties contractantes au plus tard un an après l'entrée en vigueur du présent traité, au moyen de dispositions contraignantes et permanentes, de préférence constitutionnelles, ou dont le plein respect et la stricte observance tout au long des processus budgétaires nationaux sont garantis de quelque autre façon. Les parties contractantes mettent en place, au niveau national, le mécanisme de correction visé au paragraphe 1, point e), sur la base de principes communs proposés par la Commission européenne et concernant en particulier la nature, l'ampleur et le calendrier des mesures correctives à mettre en œuvre, y compris en cas de circonstances exceptionnelles, ainsi que le rôle et l'indépendance des institutions chargées, au niveau national, de vérifier le respect des règles énoncées au paragraphe 1. Ce mécanisme de correction respecte pleinement les prérogatives des parlements nationaux.

3. Aux fins du présent article, les définitions énoncées à l'article 2 du protocole (n ° 12) sur la procédure concernant les déficits excessifs, annexé aux traités de l'Union européenne, sont applicables.

Par ailleurs, les définitions suivantes sont également applicables aux fins du présent article:

1. a) le "solde structurel annuel des administrations publiques" signifie le solde annuel corrigé des variations conjoncturelles, déduction faite des mesures ponctuelles et temporaires ;
2. b) les "circonstances exceptionnelles" font référence à des faits inhabituels indépendants de la volonté de la partie contractante concernée et ayant des effets sensibles sur la situation financière des administrations publiques ou à des périodes de grave récession économique telles que visées dans le pacte de stabilité et de croissance révisé, pour autant que l'écart temporaire de la partie contractante concernée ne mette pas en péril sa soutenabilité budgétaire à moyen terme.

L'EURO

ARTICLE 4

Lorsque le rapport entre la dette publique et le produit intérieur brut d'une partie contractante est supérieur à la valeur de référence de 60 % visée à l'article 1er du protocole (no 12) sur la procédure concernant les déficits excessifs, annexé aux traités de l'Union européenne, ladite partie contractante le réduit à un rythme moyen d'un vingtième par an, à titre de référence, ainsi que le prévoit l'article 2 du règlement (CE) n° 1467/97 du Conseil du 7 juillet 1997 visant à accélérer et à clarifier la mise en œuvre de la procédure concernant les déficits excessifs, modifié par le règlement (UE) n° 1177/2011 du Conseil du 8 novembre 2011. L'existence d'un déficit excessif dû au non-respect du critère de la dette sera décidée conformément à la procédure prévue à l'article 126 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

ARTICLE 5

Une partie contractante qui fait l'objet d'une procédure concernant les déficits excessifs en vertu des traités sur lesquels l'Union européenne est fondée, met en place un programme de partenariat budgétaire et économique comportant une description détaillée des réformes structurelles à établir et à mettre en œuvre pour assurer une correction effective et durable de son déficit excessif. Le contenu et la forme de ces programmes sont définis dans le droit de l'Union européenne. Leur présentation pour approbation au Conseil de l'Union européenne et à la Commission européenne ainsi que leur suivi auront lieu dans le cadre des procédures de surveillance existantes en vertu du pacte de stabilité et de croissance.

(...)

Un passage important du TSCG est l'article 3, 1-b) : paradoxalement, à un moment où les États membres ont beaucoup de mal à respecter la règle du 3%, le TSCG durcit le PSC en obligeant les pays non seulement à avoir un déficit structurel inférieur à 0,5% mais aussi à inscrire cette nouvelle règle comme dans le marbre. C'est une façon d'affirmer encore plus fortement le principe, tant défendu par l'Allemagne, d'une « communauté de stabilité budgétaire», le PSC hier et le TSCG aujourd'hui devant théoriquement permettre d'éviter un véritable fédéralisme budgétaire, avec un budget commun digne de ce nom et un mécanisme de transferts entre régions et pays. Mais si le TSCG ne devient pas un substitut efficace au fédéralisme budgétaire, cela signifie que les «pays du Sud» devront appliquer les actuelles politiques de «dévaluation interne» sur longue période, ce qui peut les conduire à la catastrophe économique et sociale ; à moins de sortir de la zone euro pour pouvoir appliquer une vraie dévaluation ; mais, n'est-ce pas devoir choisir entre la peste et le choléra ? Par ailleurs, sur un plan technique et non plus politico-économique, et comme le note Ph. Askenazy dans sa chronique dans Le Monde du 16 octobre, intitulée «vous avez compris le traité, vous?», il faut savoir comment est calculé le solde structurel. L'auteur rappelle qu'il y a deux modes de calcul, avec d'ailleurs pour chacun beaucoup de variantes, l'un qui consiste à traiter statistiquement les données expérimentales pour en extraire la composante structurelle, l'autre qui se fonde sur la fonction macroéconomique de production pour évaluer la production potentielle du pays considéré. «Depuis un conseil européen de 2002, c'est la seconde méthode qui prévaut. Mais rien ne prouve sa supériorité par rapport à la première».

Le hasard du calendrier veut que ce mardi 9 A. Merkel soit en Grèce pour y défendre le principe de politiques de rigueur et de structures et que le FMI fasse paraître des prévisions relativement sombres de croissance pour l'économie mondiale en mettant en garde contre les politiques d'austérité qui peuvent aggraver la situation dans les pays où la croissance n'est pas suffisante.

Le mercredi 10, l'Assemblée nationale française adopte la loi organique mettant en application le traité européen qui vient d'être ratifié.

«La loi organique met en place un Haut Conseil des finances publiques qui donnera son avis sur les prévisions macroéconomiques sous-jacentes au Projet de Loi de Finances, au Projet de Loi de Financement de la Sécurité Sociale, aux Projets de Loi de Finances rectificatives, au Programme de stabilité que la France doit fournir aux instances européennes, à la Loi de programmation. Il évaluera le respect des engagements européens de la France ; il vérifiera que le PLF est conforme à la trajectoire annoncée dans la loi de programmation. Il donnera son avis sur l'évocation de «circonstances exceptionnelles». Présidé par le Président de la Cour des comptes, le Haut conseil comprendrait quatre magistrats de la Cour des comptes et quatre membres désignés en raison de leur compétence en matière de finances publiques par les présidents de l'Assemblée nationale, du Sénat et des deux commissions des finances. Cette prédominance de la Cour des comptes est problématique. Les magistrats de la Cour des comptes ne sont pas a priori des experts en macroéconomie ; ils sont souvent, par fonction, plus attachés à l'équilibre des finances publiques qu'à la croissance et à l'emploi». (Blog de l'OFCE du 12 octobre).

Le même jour, l'agence S&P dégrade de 2 crans la note de la dette publique espagnole, de BBB+ à BBB-, ce qui la place à un seul cran de la catégorie des obligations «pourries».

Le jeudi 11, A. Merkel semble adoucir sa position en reconnaissant que son pays pourrait jouer en

L'EURO

quelque sorte le rôle de « locomotive » pour l'économie européenne en évoquant une possible politique de relance par la consommation intérieure.

La deuxième semaine se termine sur les marchés boursiers par des reculs non négligeables, à cause tout à la fois de la situation de l'Espagne (dont la note vient d'être portée à la limite des investissements « pourris » et dont on attend toujours une demande officielle d'aide) et de la Grèce (qui finit sa cinquième année consécutive de baisse de son PIB et pour laquelle se développe un consensus pour lui accorder un délai supplémentaire pour la réalisation des objectifs qu'on lui impose pour ses finances publiques), ainsi que de résultats d'entreprises qui expriment le profond climat d'incertitudes dans lequel on se trouve : -1,97% pour le CAC40 (à 3389 points), -2,24% pour le DAX30, -1,32% pour le Footsie, -2,07% pour le Dow Jones, -2,94% pour le Nasdaq et -3,29% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2951\$.

Le mercredi 17 octobre, la « troïka » publie un communiqué annonçant qu'un accord est intervenu avec le gouvernement de la Grèce pour que puissent être versés les 31,5 milliards dont ce pays a besoin : ainsi se termine positivement un feuilleton commencé il y a plusieurs mois. Reste que la Grèce souhaite toujours avoir un délai supplémentaire pour réaliser les objectifs qu'on lui a dictés pour son déficit et sa dette car elle est loin d'être sortie des difficultés comme le prouvent sa récession qui perdure et son chômage qui s'aggrave.

Le jeudi 18 octobre donne la démonstration des divergences entre la France et l'Allemagne puisque ce même jour paraît un entretien important du Président français et une déclaration non moins marquante est faite par la Chancelière allemande.

Dans son édition du 18 octobre, le journal Le Monde fait paraître un entretien donné par le Président Hollande. On peut en retenir les points suivants :

- Le Président de la République française considère que le débat Europe des Nations-Eurooe fédérale était d'actualité quand l'Europe était à 6 mais qu'il ne l'est plus avec une Europe à 27 : il se prononce pour une Europe qui avance à plusieurs vitesses.
- F. Hollande veut substituer aux « sommets prétendument de la dernière chance » une réunion mensuelle des chefs d'État et de gouvernement de la zone euro : ce conseil « permettra de mieux coordonner la politique économique et de prendre pays par pays les décisions appropriées ».
- En ce qui concerne l'UE, il la définit comme « un espace politique de solidarité, un grand marché, une volonté de convergence économique, sociale, culturelle » (...) mais cette union large ne doit pas empêcher des coopérations renforcées (...) ce sera le cas avec la taxe sur les transactions financières ».
- « L'union politique, c'est après, c'est l'étape qui suivra l'union budgétaire, l'union bancaire, l'union sociale. Elle viendra donner un cadre démocratique à ce que nous aurons réussi de l'intégration solidaire ».
- Concernant l'échéance possible pour une telle union politique, F. Hollande répond : « Après les élections européennes de 2014. L'enjeu de cette consultation, ce sera l'avenir de l'Union ».
- À propos du comportement de l'Allemagne face au sauvetage des pays en difficulté : « Cessons de penser qu'il n'y aurait qu'un pays qui paierait pour tous les autres. C'est faux ! En revanche, je sais la sensibilité de nos amis allemands au problème de la surveillance. Qui paie doit contrôler, qui paie doit sanctionner. Je suis d'accord. Mais l'Union budgétaire doit être parachevée par une mutualisation partielle des dettes, à travers de eurobonds ».

De son côté, la Chancelière Merkel demande lors de son intervention au Bundestag la désignation d'un super-commissaire européen qui aurait un droit de veto sur les budgets nationaux des États membres, autrement dit un droit d'ingérence dans leurs finances publiques.

Par conséquent, à la veille de la réunion du Conseil européen, on constate une sorte de dialogue de sourds entre l'un qui veut l'accélération de l'union bancaire et l'autre qui veut le durcissement du contrôle budgétaire. A. Merkel oppose à la volonté française d'accélérer l'union bancaire le souci de privilégier « la qualité à la vitesse » et F. Hollande s'oppose à la volonté allemande de durcir le contrôle budgétaire en rétorquant que « le sujet du conseil n'est pas l'union budgétaire, c'est l'union bancaire » et qu'« un super-commissaire avec des superpouvoirs, c'est un nouveau traité ». Et d'ajouter que « s'il était mis en commun des ressources supplémentaires ou créé des eurobonds, alors assez légitimement il y aurait des

L'EURO

contrôles plus stricts à introduire. Mais nous n'en sommes pas là ». C'est donc aussi pour le président français une question de calendrier...

Les jeudi 18 et vendredi 19, réunion à Bruxelles du Conseil européen.

Dans la nuit de jeudi à vendredi, un compromis –spécialement entre la France et l'Allemagne- est trouvé sur l'union bancaire pour que la BCE assure la supervision des 6 000 banques de la zone euro (le contrôle quotidien serait assuré par les banques centrales nationales mais la BCE aurait la possibilité d'intervenir de manière discrétionnaire sur tout établissement bancaire). Ainsi, toutes les banques de la zone euro seraient concernées –y compris les banques régionales allemandes- et pas seulement les plus importantes d'entre elles (celles qui sont dites « systémiques »). Le cadre légal sera arrêté en fin d'année pour une mise en œuvre progressive au cours de 2013, pour que la supervision par la BCE soit totale au début 2014. Ce calendrier fait que la recapitalisation des banques directement par le fonds de secours ne pourra pas se faire dès le début de 2013, ce qui retarde en particulier le sauvetage des banques espagnoles, d'où l'alourdissement prévisible de la dette de l'État espagnol ; c'est également un « coup dur » pour l'Irlande, le Portugal et la Grèce (notons ici que les dettes bancaires pèsent trois fois plus que les dettes souveraines). *Paradoxalement, la question de la recapitalisation était un point de discorde entre la France et l'Allemagne, celle-ci faisant de la supervision bancaire un préalable alors qu'en même temps elle voulait que cette supervision ne concerne que les banques systémiques, en prenant la taille comme argument majeur. En réalité, l'Allemagne ne souhaitait pas que la supervision puisse concerner ses caisses d'épargne et ses banques régionales (les « Landesbanken ») parce que bon nombre d'entre elles sont dans une situation financière délicate ; de plus, son argument est contestable dans la mesure où les banques les plus importantes sont en général celles qui sont le mieux contrôlées : la crise peut plutôt venir des banques de taille plus réduite. Au total, le résultat du Conseil est bien un compromis : toutes les banques seront a priori concernées par la supervision de la BCE mais le dispositif va être mis en place de manière graduelle, en commençant par les banques des pays qui bénéficient d'un programme d'aide ; et il sera prêt début 2014, c'est-à-dire après les élections législatives allemandes. La BCE a d'ailleurs donné un argument facilitant le compromis en précisant que la mise en place du dispositif lui demandera entre 6 mois et un an.*

Cela dit, le résultat de ce Conseil européen constitue malgré tout une avancée, non seulement parce que la supervision bancaire est une importante étape vers l'union bancaire mais aussi parce qu'il s'agit d'un progrès dans la gestion fédérale de la zone euro, surtout lorsqu'on y ajoute les décisions de début septembre de la BCE qui font d'elle pratiquement un PDR. D'ailleurs, les marchés ne s'y trompent pas puisque la prime de risque sur la dette espagnole diminue aussitôt. En effet, comme la recapitalisation des banques va pouvoir être assurée directement par le MES, la marche vers l'union bancaire va permettre à la fois de dissocier les dettes souveraines et les dettes bancaires et de ne pas alourdir le ratio de d'endettement public des pays en difficulté.

Les marchés boursiers pensent-ils que les conclusions du Conseil européen sont encourageantes ? En tous les cas, ils terminent l'avant-dernière semaine du mois sur des performances très satisfaisantes : +3,41% pour le CAC40,(à 3505 points), +2,05% pour le DAX30, +1,77% pour le Footsie, +0,71% pour le Dow Jones, -1,26% pour le Nasdaq, +5,49% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3024\$.

Mais, inquiétés par les mauvaises performances des grandes entreprises américaines, dues d'ailleurs essentiellement aux difficultés de l'économie européenne, les marchés financiers terminent le mois sur des scores négatifs : -1,98% pour le CAC40 (à 3435 points), -2,02% pour le DAX30, -1,52% pour le Footsie, -1,77% pour le Dow Jones, -0,59% pour le Nasdaq et -0,77% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2939\$.

• Novembre 2012 ->

Lors de la première semaine du mois de novembre, les marchés boursiers continuent leurs mouvements de « yo-yo » puisqu'ils terminent plutôt sur des gains, après les résultats négatifs de la semaine précédente : +1,67% pour le CAC40 (à 3492 points), +1,83% pour le DAX30, +1,06% pour le Footsie, -0,11% pour le Dow Jones, -0,69% pour le Nasdaq, +1,32% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2832\$.

À partir du « rapport Gallois » sur le « Pacte pour la compétitivité de l'industrie française », demandé en juillet et remis le 5, le Premier ministre français détaille le mardi 6 les mesures décidées au titre du « pacte national pour la croissance, la compétitivité et l'emploi ». Parmi ces mesures, il y en particulièrement une qui tout à la fois surprend les observateurs et suscite de fortes

L'EURO

réactions au sein de la majorité présidentielle, c'est l'augmentation de la TVA à compter du début 2014 pour compenser la réduction des charges sociales pesant sur le travail (taux normal : 19,6% -> 20%, taux intermédiaire : 7% -> 10% mais taux réduit : 5,5% -> 5%). Car, même si les trois taux évoluent de manière ciblée, c'est d'une certaine façon le retour de la TVA sociale, mise en place par la précédente majorité et abrogée par l'actuelle au printemps... Le pacte prévoit aussi de diminuer les dépenses publiques de 10 milliards € supplémentaires !

Pratiquement au même moment, donc sans pouvoir tenir compte des ces dernières mesures annoncées par Paris, la Commission européenne fait paraître des prévisions de croissance pour la France en 2013 : 0,4%, alors que le gouvernement avait, il y a peu, révisé à la baisse les siennes en prévoyant 0,8% pour élaborer son projet de budget 2013... On peut aussi se poser la question de savoir si l'Allemagne va porter sur ce pacte un avis positif susceptible de lui redonner confiance dans les chances de la France d'honorer ses engagements.

Le mercredi 7, le Président américain B. Obama remporte les élections et va donc commencer son deuxième –et dernier- mandat. Dans son discours, Obama déclare que « le meilleur reste à venir ». Il est souhaiter que l'avenir lui donne raison car, au même moment, plusieurs observateurs évoquent le risque d'un « remake » de la crise des subprimes, non plus avec l'endettement privé pour l'accession à la propriété mais avec l'endettement privé des étudiants pour le financement de leurs études.

C'est également ce mercredi 7 que le Parlement grec adopte un programme d'austérité supplémentaire (de 18 milliards € d'économies d'ici à 2016) pour pouvoir recevoir la prochaine tranche d'aide (de 31 milliards) sans laquelle la Grèce serait rapidement en cessation de paiement (notons que quelques jours auparavant, la Banque mondiale a indiqué qu'elle va fournir une assistance technique à la Grèce).

C'est aussi ce mercredi 7 qu'est signé entre la Banque européenne d'investissement (BEI) et la Commission européenne l'accord créant les obligations de projet (project bonds) : <http://www.eib.org/products/project-bonds/index.htm>.

Le jeudi 8, lors de la réunion mensuelle de son Conseil des Gouverneurs, la BCE ne change rien à sa politique actuelle : statu quo pour ses taux directeurs et elle reste prête à utiliser son OMT (mais on apprend que l'Espagne vient de réussir à boucler plus tôt que prévu son programme de financement pour 2012, ce qui lui évite de demander de l'aide, tout au moins pour l'instant).

Une décision de la BCE doit être cependant notée : le *renouvellement des billets*. La nouvelle série, baptisée « Europe », a pour but de remplacer des billets qui datent maintenant d'un peu plus de 10 ans et elle va permettre de renforcer les systèmes de sécurité. Les nouveaux billets vont être mis en circulation à partir de mai 2013 et ils coexisteront un certain temps avec les anciens ; les coupures des nouveaux correspondront au départ à celles des anciens avant d'être progressivement renouvelées par ordre croissant selon un calendrier non encore annoncé.

Le lundi 12, le parlement grec adopte le budget pour 2013 qui entérine le nouveau programme d'austérité et c'est ce même jour que l'Eurogroupe se réunit pour décider si la Grèce remplit les conditions pour recevoir l'aide sur laquelle elle compte (elle doit faire face dès ce vendredi à un remboursement de 5 milliards €...). Mais cette réunion donne lieu à une opposition entre les positions du FMI, représenté par sa Directrice générale Ch. Lagarde, et celle des responsables de la zone euro. Les créanciers de la Grèce ne sont pas d'accord sur les façons de financer le coût supplémentaire (de 32,6 milliards d'euros) du report de 2 ans la réalisation des objectifs de désendettement : le FMI propose une restructuration de la dette grecque détenue par les États membres de la zone euro et par la BCE mais les uns et les autres ne veulent pas payer davantage. L'Allemagne exige même la mise en place d'un « compte séquestre » pour gérer les finances publiques grecques (un compte séquestre est une forme de compte bloqué, crédité des sommes correspondant à l'aide internationale accordée, de façon à s'assurer qu'elles servent bien au remboursement des intérêts de la dette : c'est une forme de mise sous tutelle économique).

La deuxième semaine se termine sur toutes les principales places avec des évolutions négatives : -1,97% pour le CAC40 (à 3424 points), -2,72% pour le DAX30, -1,68% pour le Footsie, -2,12% pour le Dow Jones, -2,59% pour le Nasdaq et -3,24% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2710\$.

La situation en Europe (situation de la Grèce et de l'Espagne, inquiétude de l'Allemagne sur la celle de la France, mauvaises perspectives économiques pour toute la zone euro) et l'approche du risque

L'EURO

de « falaise fiscale » aux États-Unis sont les principales explications. L'expression « falaise fiscale » vise la situation de blocage qui pourrait exister à la fin de l'année en ce qui concerne les décisions à prendre en matière de réduction du déficit public entre le Président Obama –démocrate- et le Congrès –à majorité républicaine- ; car si aucun accord n'est trouvé, il y aurait application automatique d'un programme de coupes budgétaires et d'annulation d'exemptions fiscales.

Le mercredi 14, à l'initiative de la Confédération européenne des syndicats, se déroulent dans les divers États-membres des manifestations importantes et parfois même violentes pour protester contre la politique d'austérité. Et pendant ce temps-là, la Chancelière allemande multiplient les contacts avec de nombreux responsables européens pour défendre les deux thèmes pour elle essentiels : la discipline budgétaire et les réformes structurelles.

Le samedi 17, « The Economist » prend le relais des inquiétudes allemandes sur les perspectives de l'économie française en considérant celle-ci comme « la bombe à retardement au cœur de l'Europe ».

Il n'empêche que la France continue à bénéficier sur les marchés financiers de taux d'intérêt très bas : ainsi, notre pays vient d'emprunter sur 2 et 5 ans respectivement à 0,10% et 0,76%, taux jamais enregistrés auparavant. L'explication est que notre dette continue à apparaître aux yeux des investisseurs comme le « deuxième meilleur choix » après la dette allemande : le pacte national pour la croissance, la compétitivité et l'emploi décidé très récemment par le gouvernement vient d'ailleurs de renforcer cette appréciation positive, mais l'évolution à venir des taux va directement dépendre du respect des différents engagements qu'il a pris et qu'il ne cesse de réaffirmer.

La troisième semaine se termine sur les places boursières par des performances négatives parce que les investisseurs ont leur horizon bouché, bouché d'un côté par la falaise fiscale américaine et bouché d'un autre côté par l'incapacité des créanciers de la Grèce à se mettre d'accord pour résoudre le problème de sa dette publique, sans parler des autres difficultés de la zone euro : -2,40% pour le CAC40 (à 3342 points), -2,97% pour le DAX30, -2,84% pour le Footsie, -1,77% pour le Dow Jones, -1,78% pour le Nasdaq mais +3,04% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2743\$.

Dans la nuit du lundi 19 au mardi 20, l'agence Moody's dégrade d'un cran la dette souveraine française, qui passe ainsi de Aaa à Aa1, en la maintenant sous perspective négative, comme elle l'avait déjà décidé le 13 février, ce qui est peut-être le plus grave puisque cela laisse la porte ouverte à une nouvelle dégradation, et que cette annonce intervient pourtant 15 jours après que le gouvernement français ait annoncé le pacte de compétitivité. Ainsi, c'est la deuxième agence de notation, après Standard & Poor's le 13 janvier, qui dégrade la dette publique de la France (actuellement, l'agence Fitch a seulement placé notre dette sous perspective négative). Moody's motive sa décision essentiellement par la perte « graduelle et soutenue » de compétitivité, par le manque de réformes structurelles importantes, notamment en matière de marché du travail, et par des perspectives peu favorables concernant la croissance à moyen et long terme, ce qui rend les « perspectives budgétaires incertaines ».

Dans la nuit du mardi 20 au mercredi 21, la nouvelle réunion sur le sauvetage de la Grèce de l'Eurogroupe avec le FMI se termine encore sur un échec, après 11 heures de négociations, et un rendez-vous est pris pour le lundi suivant...

La Grèce approche donc de plus en plus du moment fatidique ; elle est de fait insolvable et il est de plus en plus évident que le passage de la dette grecque en dessous du niveau de 120% du PIB, considéré comme le niveau permettant à la dette d'être à peu près soutenable, ne pourra pas avoir lieu avant 2022 et non en 2020 comme prévu. La restructuration de la dette grecque s'avère incontournable à plus ou moins brève échéance. C'est d'ailleurs ce que préconise le FMI mais c'est ce à quoi se refuse l'Eurogroupe parce que ce serait cette fois-ci au détriment des créanciers publics (États membres et BCE). Notons que l'on écarte ici d'office une solution de type argentin consistant à faire défaut (la cessation de paiements est déclarée le 23 décembre 2001, suivie quelques jours plus tard par une brutale dévaluation). Certes cette solution a plutôt réussi à l'Argentine mais la Grèce est dans une bien plus mauvaise situation que l'Argentine à l'époque, que ce soit pour sa balance extérieure, sa compétitivité, ses capacités exportatrices (l'industrie grecque ne représente que 6% de son PIB) ou encore pour ses finances publiques. De plus, la sortie de la zone euro de la Grèce qui serait alors inévitable mettrait à mal toute la zone euro, en particulier au niveau de son système bancaire.

Comme l'écrit Romaric Godin dans *La Tribune* du 21 de ce mois, « Depuis deux ans, l'habitude s'est ancrée de voir les dirigeants européens chercher péniblement des consensus qui, une fois qu'ils sont atteints, ne conduisent qu'à gagner du temps et à repousser les problèmes à plus tard. Le cas de la Grèce, sur lequel ont achoppé une nouvelle fois les

L'EURO

ministres des Finances de la zone euro est très parlant. En mai 2010, on a refusé de prendre l'ampleur réelle du problème de la dette grecque. On a pensé que des crédits bilatéraux régleraient l'affaire le temps de réaliser les "ajustements nécessaires". Cet aveuglement devant le montant démesuré de la dette hellénique, devant la réalité de l'administration grecque et devant les effets d'une politique d'ajustement budgétaire n'a jamais vraiment quitté les Européens. (...) Les programmes d'aides aux pays en difficulté de la zone euro sont multiples et engagent les investisseurs, les États et les institutions internationales à des niveaux différents. Pour le moment, la facture potentielle pour les États approche déjà les 380 milliards d'euros. Difficile d'établir une facture globale de la crise de l'euro. En grande partie parce que la crise elle-même n'est pas terminée... Une chose est en tout cas certaine : pour le moment, si l'on exclut son coût social, le « sauvetage de la monnaie unique » n'a pas coûté un centime aux pouvoirs publics. Les seuls à avoir perdu de l'argent sont les détenteurs privés de dette grecque qui ont « volontairement » dû réduire la valeur nominale de leurs créances de 105,4 milliards d'euros en mars dernier.

Le vendredi 23, les discussions du Conseil européen à Bruxelles sur le budget européen échouent rapidement, en particulier à cause des positions de Paris et de Londres radicalement opposées (F. Hollande défend le financement de la PAC et veut remettre en cause les avantages dont bénéficie en particulier le Royaume-Uni, ce dont D. Cameron ne veut pas entendre parler, en demandant de surcroît des économies budgétaires).

L'avant-dernière semaine du mois se termine sur les places boursières sur des hausses paradoxalement très fortes : +5,50% pour le CAC40 (à 3529 points), +5,16% pour le DAX30, +3,81% pour le Footsie, +3,35% pour le Dow Jones, +3,99% pour le Nasdaq et +6,08% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2909 \$.

Comme prévu, l'Eurogroupe, le FMI et la BCE se retrouvent le lundi 26 pour traiter le cas grec. Après 13 heures de négociations, une solution est enfin trouvée pour éviter à la Grèce un défaut de paiement : elle va recevoir l'aide reportée depuis juin, et même davantage : 34,4 milliards en décembre et 12 milliards en 2013, par tranches. Mais, contrairement à ce que préconise le FMI, il n'est pas décidé de restructurer la dette grecque et la solution résulte d'un ensemble complexe de mesures : la réduction des taux d'intérêt et l'allongement de la durée des prêts bilatéraux et des prêts accordés par le FESF, le rachat par la Grèce, à un prix décoté, de ses titres obligataires détenus par des investisseurs privés et l'abandon à la Grèce des profits réalisés par la BCE sur le SMP (Securities Market Program). Toutes ces mesures devraient permettre de ramener le ratio de dette publique de la Grèce à 124% du PIB en 2020, comme le veut le FMI.

Ces mesures sont bien jugées par les investisseurs : sur les places boursières, le mois de novembre se termine par des scores positifs : +0,81% pour le CAC40 (à 3557 points), +1,32% pour le DAX30, +0,82% pour le Footsie, +0,12% pour le Dow Jones, +1,46% pour le Nasdaq et +0,85% pour le Nikkei.

C'est également le 30 novembre que l'agence Moody's dégrade d'un cran le FESF et le MES (mécanisme européen de stabilité), de Aaa à Aa1, avec « perspectives négatives ». Autrement dit, le FESF et le MES perdent leur « triple A ». Cette décision de Moody's est la conséquence de la dégradation de la France il y a une dizaine de jours (la France entre pour 20,4% dans le MES, et l'Allemagne pour 27,1%). Les responsables européens admettent d'autant moins cette décision pour le MES que celui-ci bénéficie d'une structure de capital plus sûre que le FESF.

Comme le dira Norbert Gaillard dans un entretien donné à « La Tribune » le 1^{er} décembre, « Concernant le FESF, il faut noter que paradoxalement, il avait besoin de cette dégradation pour pouvoir emprunter! En effet, les statuts du Fonds européen de stabilité financière précisent bien que ses émissions doivent être couvertes à 100% par les États ayant une note supérieure ou égale à la sienne. Après calcul, cela veut dire que le FESF est en mesure d'emprunter dès lors qu'un peu plus de 60% des États garants de la zone euro ont une note supérieure ou égale à la sienne. Mais avec la dégradation de la France, ce n'était plus le cas ! On voit que la dépendance aux agences de notation est véritablement ubuesque. Cela devient délirant ».

• Décembre 2012 ->

Le dimanche 2, la chancelière allemande semble accepter, lors d'un entretien, l'idée d'une restructuration à terme de la dette grecque, alors qu'elle considérait jusque là que cette solution est pour l'Allemagne inenvisageable.

Le mercredi 5, l'agence S&P place la Grèce en « défaillance partielle » (en la faisant passer de CCC à SD), c'est-à-dire à un cran seulement du défaut de paiement.

Le jeudi 6, la BCE laisse inchangés ses taux directeurs, mais après une réunion du Conseil des

L'EURO

Gouverneurs où il n'y a pas eu unanimité selon les propos de son Président (d'où une fébrilité chez les investisseurs et chez les cambistes). La BCE a été sans doute très près de baisser ses taux. Il faut dire que ses services viennent de revoir à la baisse leurs prévisions pour la conjoncture de la zone euro en 2012 et 2013 : -0,5% et -0,3% pour l'évolution du PIB de la zone, qui sont des chiffres plus bas que ceux à la fois de la Commission européenne, de l'OCDE et du FMI ; et que l'inflation est bien inférieure à la limite des 2% à moyen terme.

C'est ce même jeudi 6 que le Président du Conseil européen, Herman Van Rompuy, fait connaître les trois grands thèmes qui devraient être au centre des discussions du prochain Conseil, les 13 et 14 décembre, à savoir et en allant du court au moyen-long terme : la supervision intégrée bancaire, la mise en place d'un fonds et d'une autorité de résolution des crises bancaires et un budget propre à la zone euro.

La première semaine se termine sur les places boursières avec des performances emplies d'optimisme : + 1,36% pour le CAC40, ce qui l'amène à plus de 3605 points, valeur jamais atteinte depuis fin juillet 2011, +1,52% pour le DAX30, +0,81% pour le Footsie, +0,99% pour le Dow Jones, -1,07% pour le Nasdaq et +0,86% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2950\$.

Le samedi 8, le Président du Conseil italien M. Monti annonce sa démission après que S. Berlusconi ait pris la décision de ne plus soutenir le gouvernement et même de se représenter au poste de Président du Conseil. Les marchés réagiront dès le début de la semaine qui suit par une élévation du rendement des emprunts publics italiens.

Le lundi 10, les principaux responsables européens se retrouvent à Oslo pour la remise du Prix Nobel de la Paix à l'UE.

Les 12 et 13, réunions extraordinaires à Bruxelles de l'Écofin et de l'Eurogroupe. Il en ressort deux avancées importantes.

D'abord, la décision de verser à la Grèce une aide de 34,3 milliards d'euros, première tranche d'un prêt global de 49,1 milliard. Cette décision, entérinée par le FMI qui considère que la dette grecque est désormais soutenable à l'horizon 2020, va permettre à la Grèce de recevoir des fonds qu'elle attend depuis plusieurs mois.

Ensuite, un accord est enfin obtenu –après une nuit de négociations- sur le premier étage de l'union bancaire : la supervision des banques centralisée par la BCE. Il y avait un différend entre la France qui voulait que toutes les banques entrent dans le périmètre de cette supervision centralisée et l'Allemagne qui ne voulait que ne soient l'objet de la supervision que les plus grandes banques. Le compromis trouvé fait que la supervision centralisée au niveau de la BCE ne concerne que les 200 plus grandes banques (sur les 6200 que compte la zone euro), c'est-à-dire celles dont l'actif bilantiel dépasse 30 milliards d'euros et/ou représentent au moins 20% du PIB de leur pays ; les autres restant soumises aux superviseurs nationaux. Les pays de l'UE non membres de la zone euro peuvent adhérer au mécanisme ; et pour être en conformité avec les textes sur la BCE, il est prévu que le pilotage de ce mécanisme soit assuré par un Conseil de supervision distinct du Conseil de gouverneurs et au sein duquel les pays non membres de la zone euro pourront siéger. Par ailleurs l'Angleterre, qui, comme la Suède et la République tchèque, ne participera pas au mécanisme, craignait ne plus avoir tellement voix au chapitre en matière de régulation financière : elle obtient en sa faveur la réforme des droits de vote au sein de l'Autorité bancaire européenne (ABE).

Les 13 et 14, donc immédiatement dans la foulée de la réunion des ministres de l'économie, se réunissent les chefs d'État et de gouvernement. Mais les résultats font l'effet d'une douche écossaise : alors que la réunion de l'Écofin et de l'Eurogroupe marque un progrès important avec le lancement de la supervision bancaire centralisée au niveau de la BCE, celle du Conseil européen est décevante. Il n'y a aucune avancée sur la mutualisation des dettes, sur les eurobonds, sur le budget propre à la zone euro ou sur la réforme des traités, et il est demandé à H. Van Rompuy de faire d'ici juin 2013 un calendrier moins ambitieux que celui qu'il avait conçu lors de la préparation de cette réunion. Deux seuls points positifs sont un accord de principe sur la mise en place de contrats voulus par l'Allemagne pour encadrer les réformes structurelles dans les différents pays et la décision de passer à la deuxième phase de l'union bancaire avec la mise au point d'un mécanisme unique de résolution des crises bancaires.

Le jeudi 13, la Fed décide non seulement de maintenir ses taux à leur niveau plancher mais surtout de lier sa politique monétaire au taux de chômage : elle ne la modifiera pas tant que le taux de

L'EURO

chômage ne descend pas à 6,5%, à condition bien sûr que l'inflation reste sous contrôle. Dans le même temps, il est question que la Banque d'Angleterre prenne comme objectif de sa politique monétaire non plus taux d'inflation mais un taux de croissance du PIB en termes nominaux.

Ainsi, face à la Fed et à la Banque d'Angleterre qui sont sur le point de redéfinir en profondeur les objectifs de leur politique monétaire, la BCE apparaît encore une fois en retrait, attachée qu'elle reste à son objectif d'inflation sur le moyen terme, même si ses dernières décisions marquent une nette évolution puisqu'elles font clairement d'elle un PDR.

Sur les places boursières, la deuxième semaine se termine sur des résultats plutôt positifs, malgré l'incertitude née de la situation politique italienne et de l'évolution de l'économie espagnole : +1,04% pour le CAC40 (à 3643 points), +1,05% pour le DAX30, +0,12% pour le Footsie, -0,15% pour le Dow Jones, -0,23% pour le Nasdaq et +2,21% pour le Nikkei. L'euro cote un peu plus de 1,30\$.

La trêve de Noël se traduit sur les marchés boursiers par des résultats positifs : +0,50% pour le CAC40 (à 3661 points), +0,52% pour le DAX30, +0,3#% pour le Footsie, +0,43% pour le Dow Jones, +1,67% pour le Nasdaq et +2,08% pour le Nikkei.

Sur l'ensemble de l'année 2012, le CAC40 a progressé de +15,23% (contre une chute de 16,95% en 2011), le DAX30 de 29,06%, le Footsie de 5,84%, le Dow Jones de 7,31% et le Nikkei de 22,94%. Autant dire que l'année 2012 se termine bien sur les places boursières. Le fait que le risque d'implosion de la zone euro s'éloigne y est pour beaucoup. Comme le dira dans tous les premiers jours de 2013 le Président de la Commission européenne M. Barroso, « l'année 2012 a terminé sur une note positive pour l'UE. Je pense qu'il est légitime de dire que la perception de risque dans la zone euro a disparu ».

ANNEXE SUR LA SITUATION DE LA ZONE EURO FIN 2012

La zone euro est très malade, au point même que l'on se pose la question de savoir si elle va pouvoir survivre. Les questions d'établir le diagnostic et de forger un pronostic sont forcément très difficiles, la seconde d'ailleurs encore bien davantage que la première. Cela dit, ces deux questions ont le mérite d'être pédagogiques dans la mesure où elles vont nous permettre d'essayer de mieux comprendre cette crise et de nous convaincre que le destin s'enracine dans l'histoire. Comme le dit Sénèque, « c'est le passé qui doit conseiller l'avenir » (60 ans environ avant J.C.).

Pour traiter ces deux questions, il faut faire preuve d'une grande humilité : en économie, c'est d'abord et avant tout l'histoire des faits économiques et sociaux qui tient lieu de méthode expérimentale pour tester les analyses théoriques et les politiques économiques. D'une certaine façon, il y a toujours un lien étroit entre les crises économiques et les crises de la science économique. De plus, l'économie n'embrasse pas, loin de là, tous les facteurs explicatifs de la réalité, même lorsqu'on porte sur elle un regard qui met au devant de la scène les problèmes économiques et sociaux. Ainsi, quand on regarde l'Allemagne et la Grèce, qui, peut-on dire, ont des situations opposées sur l'échiquier de la zone euro, on s'aperçoit que ces situations ne s'expliquent pas seulement par l'orthodoxie ou le laxisme budgétaire mais aussi par des caractéristiques historiques, culturelles et mêmes idéologiques.

Cela dit, tentons d'établir d'abord le **diagnostic de la crise de la zone euro**.

Comme pour toute maladie grave, les facteurs sont nombreux et ils jouent depuis longtemps.

On peut distinguer parmi ces facteurs ceux qui viennent de l'extérieur de la zone euro et concernent donc l'évolution générale de l'économie internationale et ceux qui viennent de l'intérieur même de la zone euro et concernent donc son fonctionnement propre.

Il y a donc d'un côté des causes exogènes et de l'autre des causes endogènes.

LES CAUSES EXOGÈNES DE LA CRISE DE LA ZONE EURO.

Il faut remonter assez loin dans notre histoire économique contemporaine.

Dès l'immédiat après-guerre, on est entré dans une période économique relativement faste, appelée « les trente glorieuses » (1945-1975), caractérisée essentiellement par une forte croissance, une inflation douce, un quasi-plein emploi et une réduction des inégalités, donc une nette amélioration du bien-être.

De nombreux facteurs expliquent le miracle des trente glorieuses.

Il y a les importants gains de productivité réalisés, d'abord pour redresser les économies ravagées par la seconde guerre mondiale et ensuite pour défendre le capitalisme occidental dans la guerre froide engagée avec le communisme du bloc soviétique.

Il y a aussi ce que l'on appelle aujourd'hui la social-démocratie de marché, qui se traduit par l'extension de l'économie mixte, qui va du capitalisme rhénan chez nos voisins à la planification indicative chez nous.

Et pour se limiter à l'essentiel, il y a enfin un triptyque dont la parfaite cohérence explique l'efficacité : une norme fordienne pour la consommation, une norme taylorienne pour la production, une norme keynésienne pour la régulation économique (interventionnisme étatique ; politique de relance) et une norme bêveridgienne pour la cohésion sociale (État-providence ; welfare state).

Durant ces trente glorieuses, il n'y a pas eu de crise majeure alors qu'après j'en ai compté pas moins de 25, dont plusieurs ont été systémiques en ce sens qu'elles ont mis à mal le système économique et financier mondial dans sa globalité. Le hasard veut d'ailleurs que les deux premières crises furent d'abord celle de 1974 concernant la faillite d'une banque allemande (Herstatt) qui renvoie à la faillite de la banque Lehmann-Brothers (crise des subprimes), puis celle de 1982 qui est une crise des dettes souveraines dans plusieurs pays latino-américains, qui renvoie à la crise des dettes souveraines dans la zone euro !

L'EURO

Que s'est-il donc passé après les trente glorieuses ?

Pour résumer, et extraire les facteurs les plus explicatifs de ce qui se passe aujourd'hui, je procéderai par grandes décennies :

Années 1970, années de bouleversements : deux chocs pétroliers (1973, suite à la guerre du Kippour, et 1979 à cause de la révolution iranienne), implosion du SMI de Bretton Woods, développement de l'épisode stagflationniste (flambée des taux d'inflation, rupture de la dynamique des gains de productivité, chute des taux de croissance, donc envolée du chômage).

La fin des années 1970 marque la fin de la domination de la pensée keynésienne et la montée en puissance du monétarisme de Milton Friedman et de l'ordolibéralisme de l'école de Fribourg. Plus précisément, ce revirement théorico-idéologique intervient après le second choc pétrolier. En effet, la crise due au premier choc pétrolier a été traitée au moyen de politiques d'inspiration keynésienne et, quand le second choc pétrolier est survenu, on a considéré – de manière très exagérée – que l'aggravation de la situation était la preuve de la faillite du keynésianisme. Sur le plan théorique, le revirement se lit dans les lectures faites de la courbe de Phillips par le monétarisme et la nouvelle école classique.

Le monétarisme réhabilite la TQM (théorie quantitative de la monnaie). La fameuse phrase de Friedman, selon laquelle « l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire en ce sens qu'elle est qu'elle ne peut être générée que par une augmentation de la quantité de la monnaie plus rapide que celle de la production », devient le crédo du nouveau catéchisme libéral : obtenons le taux d'inflation le plus bas possible et on aura automatiquement la stabilité financière, la croissance et le plein emploi. Et la politique monétaire devient donc prééminente, au point d'en faire une politique structurelle, avec l'adoption de règles telle que celle du ciblage d'inflation. C'est de cette conception que résultent l'indépendance et les statuts des banques centrales, et de la BCE tout spécialement.

Quant à l'ordolibéralisme, qui est toujours la dimension idéologique de la position allemande actuelle, il date du lendemain de la seconde guerre mondiale.

Le 14 septembre 1958, le Général De Gaulle, fondateur et premier président de la 5^{ème} République française, et Konrad Adenauer, premier chancelier de l'Allemagne fédérale (« l'Allemagne de l'Ouest »), se rencontrent pour la première fois à Colombey-les-deux-Églises où se trouve la résidence privée de Ch. De Gaulle. C'est le début non seulement d'une solide amitié entre les deux hommes mais aussi de ce qu'on appellera « le « couple franco-allemand » qui va jouer un rôle décisif dans la construction européenne (et sa destruction... ?). Cette rencontre concrétise le dessein qu'ont les premiers bâtisseurs de l'Europe (en particulier les Français Jean Monnet et Robert Schuman) : empêcher tout nouveau conflit entre les peuples européens.

Le Chancelier Adenauer restera au pouvoir jusqu'en 1963. Il aura tout au long de cette longue période le même ministre de l'économie, Ludwig Ehrard, qui prendra d'ailleurs sa succession à la chancellerie. C'est à L. Ehrard, considéré comme le « père du miracle allemand », que revient le mérite d'avoir lancé « l'économie sociale de marché » qui se propose d'assurer à la fois la liberté économique et la justice sociale. L. Ehrard est partisan de l'**ordolibéralisme**, thèse économique née entre les deux guerres sous l'égide d'un côté de l'économiste W. Eucken et du juriste F. Böhm, tous deux de l'Université de Fribourg, et de l'autre de l'économiste W. Röpke qui aura une grande influence sur L. Ehrard. Cette thèse réfute à la fois la philosophie utilitariste des libéraux et celle, matérialiste, des marxistes, pour y préférer les valeurs sociales chrétiennes et les principes de la philosophie idéaliste allemande. Selon cette école, c'est l'inflation galopante des années 1920 qui a détruit la République de Weimar après avoir laminé les classes moyennes, et qui a en définitive permis la montée du nazisme. L'ordolibéralisme défend l'initiative individuelle et les mécanismes du marché : il s'oppose à l'interventionnisme dirigiste (non seulement à la planification impérative à la soviétique mais aussi à la planification indicative à la française), et même à l'interventionnisme conjoncturel de type keynésien. Mais il préconise en même temps l'instauration d'un certain nombre de règles et d'institutions pour promouvoir des valeurs jugées supérieures à l'économie qui n'en est que le fondement matériel. D'où l'importance de la Constitution et des lois. L'ordolibéralisme aura une portée très importante dans deux domaines en particulier : le développement d'une forme performante de capitalisme appelée souvent « le capitalisme rhénan », et une trilogie, dont les deux premiers éléments vont profondément influencer l'histoire de la construction européenne à venir, à savoir une banque centrale indépendante du pouvoir politique, une politique budgétaire orthodoxe sous la responsabilité du gouvernement, et une politique sociale menée sous la forme d'une cogestion entre les partenaires sociaux.

Les Allemands parlent toujours d'une économie sociale de marché. Rappelons ce que Lionel Jospin avait souvent répété : « oui à l'économie de marché, non à la société de marché ». Tout cela renvoie à la question traitée par Karl Polanyi dans la Grande Transformation sur l'encastrement, de fait, des relations sociales dans le système économique. Et il faut

L'EURO

souligner que dans son article 2 du Titre 1, le Traité de Lisbonne donne pour objectif à l'UE d'instaurer une « économie sociale de marché ».

Années 1980 : années de transformations radicales. Un mot peut résumer ces transformations, celui de libéralisation.

Pour simplifier, on passe de l'interventionnisme des trente glorieuses au libéralisme économique.

Ce libéralisme économique, dont les monétaristes et les nouveaux économistes classiques sont les théoriciens, se traduit dans les faits par la révolution conservatrice en Angleterre et aux États-Unis avec les politiques menées respectivement par M. Thatcher (devenue Premier ministre en 1979 et qui va lancer en octobre 1986 le « big bang » financier) et R. Reagan (élu en 1980 et dont le slogan « America is back » va se traduire dans la réalité grâce à la révolution industrielle des NTIC née en Californie et dans la région de Boston).

Les années 80 sont aussi celles de la mondialisation des échanges et de la globalisation de la finance.

Et ces transformations jettent notre vieux continent dans la tourmente. Nous passons de force, toujours pour résumer, de 4 « ismes » à 4 D.

Les 4 « ismes » qui régissaient l'Europe étaient, pour reprendre ce qui a été dit plus haut, le fordisme (norme de consommation), le taylorisme (norme de production), le keynésianisme (norme de régulation macroéconomique) et le Beveridge (norme de régulation sociale).

Les 4 D qui se sont imposés à nous sont le désengagement de l'État, la désintermédiation des financements, la déréglementation des institutions et des activités financières, et le décloisonnement des marchés. Et on est passé en peu de temps d'une économie financière d'endettement à une économie financière de marchés de capitaux, d'une économie relativement administrée à une économie libéralisée.

Pour notre pays, la décennie 1980 est bien une période de profondes transformations. D'abord, au tout début, un brusque tournant est pris en 1982-1983 avec l'adoption d'une politique de « désinflation compétitive » et de franc fort qui rompt clairement avec le « programme commun de la gauche ». Ensuite, avec la loi bancaire de 1984 commence la seconde moitié des années 1980 qui est une période de grande libéralisation de notre système financier, laquelle concerne les marchés de capitaux (réforme profonde du marché monétaire, amélioration du fonctionnement de la Bourse, création des marchés de produits dérivés), la suppression de l'encadrement du crédit et la suppression du contrôle de changes.

Au niveau mondial, la décennie 1980 se termine par l'éclatement du bloc communiste dont l'effondrement du mur de Berlin est le symbole. Cela donne l'occasion à Francis Fukuyama de reprendre le thème de la fin de l'histoire en considérant qu'il y a maintenant, et définitivement, une suprématie totale de la démocratie libérale.

Toujours au niveau mondial, la décennie 1980 est marquée par le début d'un phénomène nouveau, qui va jouer un rôle important dans les crises à venir : l'accroissement des inégalités dans les pays « riches », principalement les pays anglo-saxons. Aux États-Unis, la part des 10% de revenus les plus élevés est passée de 34% du total des revenus à la fin des années 1970 à 50% en 2007, autrement dit la moitié du revenu national ! Plus encore, on constate à partir de cette décennie le creusement de l'écart entre les taux de rendement de la richesse privée et les taux de croissance des économies, parce que les revenus de l'accumulation d'actifs plus ou moins spéculatifs se mettent à croître plus vite que les revenus tirés de l'activité économique, ce qui correspond au développement d'une économie de rentiers. Et s'ajoute à cela que cette décennie voit se mettre en place un système fiscale-social de moins en moins distributif : les prélèvements obligatoires pèsent donc relativement davantage sur les classes moyennes et modestes (et la redistribution se fait, spécialement en France, davantage par les dépenses publiques que par les prélèvements obligatoires).

Années 1990 : la nouvelle économie. Cette expression recouvre deux réalités : les NTIC et la réalisation du carré magique de Kaldor (croissance, plein emploi, stabilité des prix et équilibre extérieur).

Les NTIC sont toujours là mais pas la nouvelle économie qui a fait croire que l'on avait trouvé la formule magique et que c'était la fin de l'histoire, pour reprendre l'expression de Francis Fukuyama, qui correspondait d'ailleurs pour beaucoup au triomphe du capitalisme, et plus précisément du capitalisme libéral.

Et c'est à la fin des années 90 qu'est créée la zone euro (la BCE fonctionne depuis le 1^{er} janvier 1999).

Cette naissance est l'aboutissement d'une très longue période de gestation. Déjà, le traité de Rome, signé en mars 1957 et qui crée la Communauté économique européenne, prévoit dans son article 105 la coordination des politiques monétaires. Et toute l'histoire de la construction européenne est parsemée de rapports proposant d'une manière ou d'une autre la création d'une union monétaire et d'une monnaie unique : cela commence en 1960 avec le rapport Triffin, puis le rapport Marjolin en 1962, les plans Barre en 1968 et 1969, le rapport Werner en 1970, qui considère que « l'Union économique et monétaire est un objectif réalisable dans le courant de la décennie », et ce en 3 étapes. Ce

L'EURO

rapport donne le vrai départ à l'Union économique et monétaire puisqu'il est adopté par les 6 pays de la CEE en février 1971.

En 1973, création du FECOM (Fonds européen de coopération monétaire), embryon d'une banque centrale communautaire ; en 1975, création de l'UCE, Unité de compte européenne, qui deviendra l'ECU, l'ancêtre de l'euro en 1979 lors de la création du SME, le système monétaire européen. La création du SME est la réponse de l'Europe à la désorganisation du SMI ; le SME est un îlot de stabilité dans un océan de flottement des monnaies.

1986 : signature de l'Acte unique européen pour réaliser la libre circulation des biens, des services, des capitaux et des personnes, et ainsi constituer le « grand marché unique ». La construction de l'UEM que programme l'important rapport de J. Delors en 1989 est la suite monétaire logique du marché unique. Et c'est en 1990 que démarre la 1^{ère} étape de la construction de l'UEM. 1992 est une autre date importante, et doublement, puisque c'est l'année du traité de Maastricht, qui officialise le calendrier précis de la construction de l'UEM et qui précise les « critères de convergence » qui doivent être respectés pour pouvoir faire partie de la zone euro ; c'est aussi l'année de l'achèvement du marché unique. En 1993, le traité de Maastricht entre en vigueur : l'UE est née, et la 1^{ère} étape de l'UEM est achevée.

Années 2000 : multiplication des crises. Ce n'est donc pas de chance pour la zone euro naissante : dès qu'elle est née, on lui fait subir un « crash test » ! (un économiste a dit : c'est quand il y aura une crise que l'on verra si l'euro est solide. On est servi !)

Cela commence dès le début de la décennie avec l'éclatement de la bulle Internet, suivi par les attentats du 11 septembre 2001, eux-mêmes suivis de l'intervention en Irak : tout cela porte un coup très sévère au dynamisme de l'économie américaine. En plus, comme les États-Unis sont obsédés par le chômage depuis la crise de 1929 et des années 30, les pouvoirs publics font tout pour relancer l'activité économique : politique budgétaire expansive (forte hausse des dépenses publiques) et politique monétaire accommodante (taux d'intérêt bas). Ce Policy mix suscita une forte croissance mais sans hausse des prix des biens et des services parce que l'action désinflationniste de la mondialisation a plus que compensé les effets potentiellement inflationnistes du boom des crédits.

Le Président démocrate des E-U, Bill Clinton, termine son second mandat (janvier 2001) en ayant réalisé ses objectifs de réduction de l'inflation et de rétablissement de l'équilibre du budget de l'État. Il a certes poursuivi la libéralisation financière (en mettant fin à la distinction entre banques de dépôts et banques d'investissement), mais il a aussi réussi à relancer la machine économique en ne négligeant pas certains objectifs sociaux et en particulier l'accès à la propriété de leur logement des ménages les plus modestes. D'ailleurs, le soutien du secteur du bâtiment a joué un rôle important dans la relance économique. Cette position politique a été relayée par la Fed au moyen d'un abaissement des taux et par une politique de crédit agressive, en particulier avec les fameux crédits « subprimes » qui se sont adressés aux ménages à faible revenu, donc les plus fragiles, donc les plus risqués.

D'où un endettement privé considérable, qui va prendre des proportions d'autant plus importantes que les banques utilisent la technique de la titrisation pour continuer à octroyer des crédits en contournant la discipline des ratios prudentiels. La titrisation fait partie de ces techniques de transfert de risques qui se sont multipliées pendant toutes ces années de libéralisation financière : comme le dit Martin Wolf, « la finance moderne se résume à ôter les risques des épaules qui sont capables de les porter pour les mettre sur les épaules de ceux qui sont incapables de les comprendre ». Notons que ce « déversement » de risques est une illustration importante, parmi d'autres, du dysfonctionnement de la finance qui transforme notre économie en « économie casino » : la finance n'est plus au service de l'économie réelle. Sphère réelle et sphère financière sont toujours interdépendantes. Normalement, la sphère financière doit être subordonnée à la sphère réelle. Les crises surviennent quand il n'en est plus ainsi, quand la sphère financière fonctionne de manière autonome et prédatrice, et aussi quand la sphère réelle connaît des déséquilibres qui exacerbent les comportements pervers des financiers.

Non seulement les ménages s'endettent de plus en plus pour pouvoir accéder à la propriété de leur logement mais des comportements de spéculation se développent, et tout cela pousse les prix de l'immobilier à la hausse ; et l'effet richesse qui en découle encourage les banques à prêter à des ménages très fragiles. Bref, une bulle immobilière gonfle de plus en plus. C'est une véritable inflation (du latin inflare, enfler). Toute bulle est une enflure ! Et toute bulle a pour destin d'éclater (les arbres ne montent jamais jusqu'au ciel).

Ce qui va faire éclater la bulle au cours de l'été 2007, c'est plusieurs facteurs, dont deux sont importants :

- d'abord, l'augmentation des taux directeurs de la Fed, qui s'explique par le souci de lutter contre l'inflation attisée par la croissance et par la hausse du prix des hydrocarbures ; cette hausse des taux va rendre insolubles tous les ménages modestes qui s'étaient endettés à taux variables et elle va aussi déprimer progressivement le marché de l'immobilier, par la réduction de la demande, d'où la chute des prix ;

L'EURO

- ensuite, les banques commerciales et autres établissements financiers ne se font plus confiance pour se prêter de la liquidité, craignant de recevoir en contrepartie des titres pourris (d'où l'asphyxie du marché interbancaire), ce qui est la conséquence directe de l'utilisation abusive de la titrisation. Les autres établissements financiers, c'est-à-dire en particulier les institutions de titrisation, les banques d'investissement, les compagnies hypothécaires, constituent un système bancaire fantôme (*shadow banking system*) en ce sens qu'il est opaque et qu'il n'est pas ou très peu régulé. En particulier sous la pression des comportements spéculatifs, ce système bancaire parallèle a pris une dimension équivalente à celle du système bancaire « normal », ce qui en fait une cause déterminante du déclenchement et du développement de la crise ; surtout que des relations plus ou moins obscures se sont progressivement nouées entre les deux systèmes.

Cet éclatement de la bulle immobilière entraîne donc ce que l'on va appeler la crise des subprimes ; dont le développement se nourrit du surendettement privé et de l'effondrement du crédit immobilier.

L'effondrement du crédit immobilier, qui se propage aux autres secteurs de la finance, nécessite dès le mois d'août 2007 l'intervention des grandes banques centrales pour qu'elles apportent massivement des liquidités au secteur bancaire.

Et l'économie réelle est de plus en plus contaminée par cette crise financière : on passe ainsi d'une crise immobilière à une crise bancaire et financière puis à une crise macroéconomique. La croissance et donc l'emploi s'en trouvent de plus en plus négativement affectés, surtout que le prix du pétrole va de records en records (de même d'ailleurs que l'or). Le dollar chute (ce qui propulse l'euro à des sommets, avec toutes les conséquences qu'a une surévaluation). La crise est donc aussi une crise de change.

Cette évolution conjoncturelle particulièrement négative conduit la Fed à changer son fusil d'épaules en se mettant à baisser ses taux ; et l'État américain à soutenir comme il peut une croissance qui faiblit de plus en plus.

C'est dans un tel contexte où chaque jour la situation s'envenime que le traité de Lisbonne est signé le 13 décembre 2007, ce qui efface plus ou moins bien l'échec du projet de traité constitutionnel.

Début 2008, la crise devient également boursière : à cause du plongeon que font les valeurs bancaires et financières, on assiste à un véritable krach.

Durant toute l'année 2008, la crise des subprimes s'approfondit et s'élargit aussi : la globalisation financière fait que la crise concerne non seulement d'autres acteurs que les banques et établissements de crédit hypothécaire, comme les fonds d'investissement, mais aussi d'autres pays que les États-Unis : les pays européens sont également touchés (n'oublions pas que le surplus de croissance aux États-Unis avait été financé à 40% par des investisseurs européens). Cela oblige les grandes banques centrales, y compris bien sûr la BCE, à intervenir à plusieurs reprises pour fournir des liquidités de manière à suppléer un marché monétaire complètement défaillant. Surtout que de grandes banques de plus en plus nombreuses sont en grosse difficulté, faisant naître le risque d'effets dominos, donc un risque systémique de grande ampleur. Ces interventions publiques sont tellement massives que Martin Wolf nous demande de nous rappeler du 14 mars 2008 car, pour lui, le capitalisme libéral mondial est mort ce jour-là. La propagation de la crise des subprimes, avec ses effets délétères sur l'économie réelle, fait craindre un épisode stagflationniste généralisé (la BCE élève substantiellement ses taux en milieu d'année 2008).

Septembre 2008 marque une subite accélération de la crise avec la faillite de Lehman-Brothers et le sauvetage in extremis du mastodonte de l'assurance, AIG. Avec le cas de Lehman-Brothers, la crise passe en quelque sorte à une vitesse supérieure. Les Banques centrales, qui continuent et même accentuent leurs efforts pour empêcher les établissements financiers de sombrer, et les États, qui étaient eux-aussi jusque là concentrés sur des opérations de sauvetage financier, développent maintenant ensemble (BC et États) des politiques ayant pour but de soutenir l'économie réelle qui entre en récession (baisse des taux directeurs de 6 BC en même temps, plans de relance partout).

Il est évident que ces plans de sauvetage du secteur financier et de soutien de l'activité réelle ont un coût important pour les finances publiques : cela grève les budgets et fait s'accumuler les dettes souveraines.

De plus, en considérant l'économie mondiale tout entière et en distinguant pour simplifier d'un côté les économies matures (les pays développés occidentaux et en particulier les États-Unis) et les économies émergentes (les BRIC, avec plus spécialement la Chine), ce qui caractérisait le fonctionnement de l'économie mondiale avant la crise c'est que les économies matures dépensaient plus qu'elles ne gagnaient, d'où un déficit extérieur et un besoin de financement externe alors que les économies émergentes dépensaient moins qu'elles ne gagnaient et par conséquent étaient à la fois en excédent extérieur et en capacité de financement : l'épargne des économies émergentes servait au financement du déficit des économies matures. L'économie mondiale avait trouvé ainsi son équilibre. Mais depuis la crise, les économies matures, à cause du choc de la crise des subprimes, se mettent elles aussi à consommer moins qu'elles ne gagnent et se servent de leur épargne pour se désendetter.

Conclusion : les deux catégories de pays dépensent en deçà de leurs revenus, ce qui est potentiellement un facteur puissant de déflation généralisée : l'équilibre antérieur est rompu.

L'EURO

Moralité : le risque de déflation aurait été terrible au niveau de toute l'économie mondiale si la dépense publique n'avait pas pris le relais de la dépense privée : heureusement qu'il y a eu gonflement des déficits publics ! Et ce qui a permis à la croissance mondiale de ne pas s'effondrer, c'est que les déficits publics se sont creusés un peu partout en même temps, même si les décisions n'étaient pas pour autant coordonnées. Soulignons que l'aggravation des inégalités de revenus et de patrimoines joue ici un rôle dont on ne parle pas assez. La responsabilité des inégalités dans la crise est double : d'un côté, les inégalités, en ce qu'elles réduisent la part des revenus les moins importants, pèsent sur la demande globale et de l'autre, en ce qu'elles accroissent la part des plus fortunés, elles alimentent des bulles spéculatives ; il en découle un double risque, de crise financière et de déflation, qui est d'ailleurs d'autant plus important que la mondialisation a un effet désinflationniste.

C'est donc à ce moment là que commence la substitution du problème de l'endettement public au problème de l'endettement privé. On peut dire que le problème de l'endettement public va être à l'origine de la crise de la zone euro tout comme le problème de l'endettement privé a été à l'origine de la crise des subprimes ; et on comprend que la crise de la zone euro trouve sa source dans la lutte contre la crise des subprimes (la crise de la zone euro est une crise des dettes souveraines, lesquelles sont des dettes de crise !). On peut donc dire que la crise actuelle est multidimensionnelle : elle a été au départ immobilière, elle est très rapidement devenue une crise financière et bancaire, puis elle s'est transformée en une crise des dettes souveraines, pour devenir une crise économique et sociale globale, avec même dans bien des cas des conséquences politiques.

Pourquoi va-t-il y avoir alors un problème de l'endettement public ? La question mérite d'être posée parce qu'il ne faut pas croire que les deux types d'endettement, privé et public, se ressemblent. La grande différence entre un État et un agent privé tel qu'une famille ou une entreprise, c'est qu'un État est immortel : il peut s'endetter continuellement en ce sens qu'il peut constamment emprunter pour rembourser ses dettes qui arrivent à échéance, et ainsi de suite. Il n'empêche que l'on ne peut pas laisser indéfiniment s'accroître le montant des intérêts que l'on doit payer, surtout si la dette est essentiellement entre les mains de non-résidents car cela place les États sous la dépendance des marchés financiers internationaux. La France est en dépendance financière puisque près des 2/3 de sa dette est actuellement entre les mains de « non-résidents » contre moins du ¼ en 1998. Au Japon, la dette publique qui représente 225% du PIB est entre les mains des résidents à hauteur de 92% (c'est ce qui explique que l'on ne parle pas de la gravité de l'endettement de l'État nippon). Le taux de détention de la dette publique par les résidents est actuellement de 71% au Royaume-Uni, de 66% aux États-Unis et de 50% en Allemagne, comme en moyenne dans la zone euro. La dépendance de la France à l'égard des marchés est donc relativement importante, et donc inquiétante pour l'avenir ; alors que, et c'est paradoxal, le taux d'épargne des Français atteint le record de 17% du revenu disponible et qu'ils détiennent un important patrimoine financier qui représente 1,75 fois le PIB. Cette dépendance est le résultat tout à la fois de la création de l'euro et de la libéralisation financière (augmentation des mouvements internationaux de capitaux, désintermédiation, déréglementation et spéculation), et sa gravité explique que plusieurs experts et responsables demandent une « renationalisation » de notre dette publique pendant que les taux sont encore bas pour nous.

Cela étant précisé, le problème de l'endettement public se pose pour les économies matures, spécialement en Europe (les États-Unis sont un cas particulier), parce que la situation de leurs finances publiques était déjà bien dégradée avant la crise des subprimes (la France est en continuel déficit budgétaire depuis 1974...).

Et il se pose aussi parce que la soutenabilité d'une dette dépend directement de la croissance future. Or, à cause du ralentissement démographique, du vieillissement de leur population, de la faiblesse des gains de productivité et du coût de leur protection sociale, les pays développés ne peuvent pas espérer des taux de croissance élevés dans l'avenir et ils ne peuvent donc pas espérer avant longtemps une amélioration induite et endogène de leurs finances publiques.

Et comme il sera difficile de baisser fortement les dépenses budgétaires et aussi d'augmenter substantiellement les recettes, la marge de manœuvre est particulièrement étroite. Mais en plus, cette marge de manœuvre est différente d'un pays à l'autre, et il y a de ce point de vue hétérogénéité au sein de la zone euro.

En effet, cette marge de manœuvre dépend

- d'abord du niveau du déficit public au début de la crise de subprimes (qui est d'autant plus important que le manque de dépense privée à combler est important),
- ensuite du stock de dette publique accumulée,
- et enfin de l'écart entre le taux d'intérêt à payer sur cette dette et le taux de croissance de l'économie (c'est une chance que les taux soient pour l'instant en général très bas).

Il faut ajouter à cela deux remarques de bon sens et qui, hélas, ne se concrétisent pas dans la réalité de ce qui se passe :

- d'abord, il serait logique que les pays où la soutenabilité de la dette est la plus facile soient les derniers à chercher à réduire leur déficit – ce qui signifie que ce sont des pays comme l'Allemagne qui devraient faire preuve en dernier d'orthodoxie budgétaire ;

L'EURO

- ensuite, il faudrait que les déficits publics perdurent tant que les agents privés n'augmentent pas leur propension à dépenser – ce qui signifie que la réduction des déficits publics à marche forcée que l'on fait aujourd'hui n'est pas raisonnable- Et elle l'est d'autant moins qu'il y a peu de chances que les agents privés se mettent rapidement à dépenser plus et à épargner moins : l'incertitude est trop grande, les banques sont encore très fragiles pour prêter, et de toute façon les agents cherchent plutôt à se désendetter qu'à emprunter, les taux de la BC ne peuvent pas être plus bas, ce qui d'ailleurs nous met dans la trappe monétaire où la politique budgétaire peut être efficace.

Un autre argument renforce cette remarque : on pourrait croire que l'austérité budgétaire peut relancer la dépense privée (raisonnement ricardien : la baisse des dépenses fait anticiper aux ménages une baisse prochaine des impôts, d'où une augmentation de leurs dépenses de consommation), mais en réalité les recherches actuelles prouvent le contraire ; et la situation est aggravée quand le gouvernement ne respecte pas son engagement de stabiliser la pression fiscale dans la mesure où cela conduit les ménages à accroître leur épargne. Le seul avantage qu'une économie peut retirer d'un désendettement à la fois de ses agents privés et de ses administrations publiques, qui a potentiellement un effet déflationniste sur toute l'économie mondiale, c'est le rétablissement de sa balance courante (puisque leurs dépenses croissent moins vite que leurs revenus) : la demande étrangère devient alors le moteur principal de la croissance du pays, mais quid de la vigueur de cette demande étrangère, d'où l'importance du dynamisme des économies émergentes et de leur dépense intérieure.

Idéalement, il faudrait que l'économie mondiale change complètement d'équilibre : alors que jusqu'à la crise de subprimes, c'était les économies émergentes qui épargnaient et donc étaient excédentaires et les économies matures qui consommaient et donc étaient déficitaires, il faudrait aujourd'hui que ce soit l'inverse : que les économies émergentes soient déficitaires et que les économies matures soient excédentaires ! Mais ce renversement de perspective nécessite du temps et l'idéal serait que le timing pour l'augmentation de la demande intérieure des uns soit compatible avec le timing des restrictions budgétaires des autres.

Ce qu'il faut constater aussi avec regret, c'est que si les pays occidentaux ont su faire preuve de cohésion et de solidarité pour « gérer » la crise des subprimes, les pays européens en particulier n'en font plus preuve quand ils ont à gérer la sortie de crise de la zone euro. Ce « chacun pour soi » fait partie des causes de la gravité et du prolongement de la crise de la zone euro.

LES CAUSES ENDOGÈNES DE LA CRISE DE LA ZONE EURO.

Transition avec ce qui a été dit précédemment :

1) Le niveau initial de déficit et de dette.

On a dit que la soutenabilité d'une dette publique dépend du montant initial de cette dette et donc de la lourdeur des déficits qui l'alimentent. La crise de l'euro a donc quelque chose d'inattendu dans la mesure où en principe le PSC (Pacte de stabilité et de croissance, adopté en juin 1997 à l'occasion du Conseil d'Amsterdam) aurait dû contenir la dégradation des comptes publics.

Mais on sait que la réalité est différente. Parce que ce PSC n'a pas été correctement appliqué, à commencer par les grands pays, dont l'Allemagne et la France, qui pourtant avaient été à l'origine de sa mise en place pour forcer tous les États membres à respecter une discipline budgétaire stricte, laquelle discipline budgétaire apparaissait comme le volet complémentaire indispensable à la politique monétaire unique

Il n'empêche que, comparée à celle de nombreux pays industrialisés, la situation des finances publiques des pays de la zone euro n'est pas catastrophique au point d'expliquer complètement l'extrême fragilité de notre situation.

Déjà là apparaît comme explication essentielle un défaut de constitution, dans les deux sens principaux du mot si l'on peut dire : la zone euro serait d'une constitution fragile et manquerait, pour justement être plus robuste, d'une véritable Constitution.

2) L'équilibre entre deux zones :

On a dit qu'entre les économies matures et les économies émergentes, la crise de subprimes imposait un renversement de situation.

C'est finalement la même chose entre les pays du Nord de la zone euro et ceux du Sud. En effet, avant la crise des subprimes, les pays du Nord sont dans la même situation que les économies émergentes : ils sont en excédent courant parce qu'ils consomment moins qu'ils ne gagnent, et c'est l'inverse pour les pays du Sud. Et l'épargne des pays du Nord sert à financer les dépenses de ceux du Sud (on peut dire en quelque sorte que l'épargne des Allemands sert à financer l'endettement des Espagnols pour le marché immobilier). Mais la crise des subprimes impose, spécialement aux pays du

L'EURO

Sud, de réduire leurs dépenses privées : il faut alors que les déficits publics prennent le relais. La crise des subprimes se transforme en crise de la zone euro parce que celle-ci n'est pas beaucoup plus homogène que l'économie mondiale simplifiée en deux types de pays comme on l'a fait tout à l'heure. Et, comme pour la crise des subprimes, il faudrait pour que la crise de la zone euro se résolve que les pays du Nord se mettent à consommer davantage et soient en situation de déficit courant et qu'au contraire les pays du Sud se mettent à épargner et voient leur balance courante devenir excédentaire.

Ajoutons une date dans le calendrier de la crise : Le 16 octobre 2009, le Premier ministre grec Georges Papandréou annonce qu'en arrivant aux affaires en succédant à Kostas Karamanlis il a constaté que les statistiques concernant le déficit et la dette de l'Etat sont fausses. Cette déclaration marque le **début de la « crise de la dette souveraine grecque »** qui va empoisonner la zone euro jusqu'à mettre en cause sa survie. Comme l'écrit Jean Pisani-Ferry « c'est le 16 octobre que l'euro cessa d'être ennuyeux » parce que « la monnaie, en effet, est là pour se faire oublier », ce qui s'est effectivement passé pendant les 10 premières années d'existence de l'euro.

Posons-nous deux questions à propos de l'hétérogénéité qui est au cœur de la crise de la zone euro (pour ce qui suit, nous nous inspirons des réflexions que font P. Artus et I. Gravet dans leur livre : « La crise de l'euro », Armand Colin, octobre 2012) :

I- Pourquoi la zone euro est-elle à ce point hétérogène ?

Et cette hétérogénéité est la cause essentielle de la non convergence entre les PIB/tête des États membres.

Poser cette question signifie d'emblée deux choses :

d'une part, c'est reconnaître que la zone euro n'est pas une ZMO (zone monétaire optimale) ; et d'autre part, si la zone euro est en crise, cela veut dire que ces hétérogénéités ont été mal gérées.

(Note : une zone monétaire est optimale quand elle n'est ni trop petite pour que les économies de coûts de transaction et de conversion soient suffisamment importantes, ni trop grande pour éviter la multiplication des hétérogénéités, ce qui augmente les risques de chocs asymétriques).

1^{ère} source d'hétérogénéité : des configurations structurelles différentes selon les pays.

Cela met déjà en question la nature des critères de convergence qui ont été choisis pour accepter ou non l'entrée des pays dans la zone euro. On critique en effet souvent la nature seulement financière et monétaire de ces critères

(1. Stabilité des prix : le taux d'inflation d'un État membre donné ne doit pas dépasser de plus de 1,5 point celui des trois États membres présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix.

2. Situation des finances publiques : a. Interdiction d'avoir un déficit public annuel supérieur à 3 % du PIB [N-1]. b. Interdiction d'avoir une dette publique supérieure à 60 % du PIB [N-1].

3. Taux de change : interdiction de dévaluer sa monnaie ; ceci fut rendu obsolète avec le passage à l'euro pour les pays de la zone euro. En outre, l'État membre doit avoir participé au mécanisme de taux de change du système monétaire européen (SME) sans discontinuer pendant les deux années précédant l'examen de sa situation, sans connaître de tensions graves.

4. Taux d'intérêt à long terme : ils ne doivent pas excéder de plus de 2 % ceux des trois États membres présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix).

Or, les pays de la zone euro sont très différents les uns des autres en matière

- d'évolution démographique (contrairement à la France, l'Allemagne est très préoccupée par le vieillissement de sa population et donc par le problème du financement des retraites, d'où une préférence légitime à accumuler plutôt des actifs que des dettes, notamment en dégageant des excédents ; alors que la France cherche à lutter contre son chômage massif et persistant par la relance budgétaire, ce qui lui fait accepter déficits et dette pour nourrir une croissance indispensable),

- de structures productives (place de l'industrie dans l'appareil productif, poids des activités manufacturières dans le PIB ; contrairement à la France, l'Allemagne a un système productif centré sur des produits à haute valeur ajoutée et sur une compétitivité hors-prix, ce qui ne la rend pas très sensible à un niveau élevé du taux de change de l'euro),

- de l'effort d'innovation,
- de l'évolution des gains de productivité,
- du coût salarial unitaire, de marge des entreprises,

L'EURO

- de structures institutionnelles économiques et sociales (en particulier le fonctionnement du marché du travail – rôles des syndicats, caractère plus ou moins centralisé des négociations sociales, degré de flexisécurité, ... et la générosité du système de protection sociale), etc...

- de stratégies exportatrices : de part et d'autre de la zone euro on a l'Allemagne (pour le Nord) et l'Espagne (pour le Sud) qui ont choisi chacune ses créneaux d'activités exportatrices privilégiées ; et au milieu, la France, qui n'a défini pour l'instant aucune stratégie digne de ce nom. Une fois de plus, elle est « entre deux ».

En tenant compte de ce type de facteurs, seuls 5 pays pourraient constituer une zone suffisamment homogène : Allemagne, Pays-Bas, Belgique, Autriche, Finlande.

2^{ème} source d'hétérogénéité : une politique monétaire unique qui paradoxalement accroît l'hétérogénéité.

La BCE détermine sa politique monétaire, autrement dit sa politique de taux directeurs, en fonction du taux d'inflation moyen dans la zone et ces taux directeurs sont les mêmes pour tous les pays membres. Or, les pays ont des taux d'inflation différents, notamment en fonction de leurs structures productives et institutionnelles.

Par conséquent, cela débouche sur une hétérogénéité des taux d'intérêt réels (« critique de Walters ») : quand un pays a une inflation supérieure à l'inflation moyenne, ses taux d'intérêt réels sont plus bas que ceux des pays dont le taux d'inflation est plus bas que la moyenne, et cela fait que les résidents de ce pays ont tendance à s'endetter et à dépenser plus, ce qui peut accélérer le rythme d'inflation. Cet accroissement des crédits et des dépenses entraîne une dégradation de la balance courante de ce pays, surtout si rien n'est fait pour faire évoluer sa structure productive.

Cette dégradation est d'ailleurs accentuée par le fait que l'écart d'inflation a un impact aussi sur le taux de change réel : quand l'inflation est plus élevée que la moyenne, le taux de change réel devient en effet surévalué, ce qui est défavorable pour la balance extérieure.

Le raisonnement que l'on vient de tenir en termes d'écart de taux d'inflation par rapport à l'inflation moyenne peut être transposé au niveau des écarts de taux de croissance par rapport à la croissance moyenne : quand un pays a une croissance supérieure à la moyenne, le taux directeur de la BCE est relativement trop bas, d'où un encouragement à l'endettement et à la dépense, ce qui accentue l'écart de croissance. Et c'est le cas inverse quand la croissance du pays est inférieure à la moyenne de la zone : sa demande intérieure a tendance à faiblir. Avant 2009, la Grèce était dans le cas où sa croissance était supérieure à la moyenne, et l'Allemagne dans le cas opposé ; et depuis 2009, les situations se sont inversées.

(Ce raisonnement est fondé sur deux principes : d'abord, celui qu'une croissance équilibrée nécessite le plus faible écart possible entre le taux d'intérêt de long terme et le taux de croissance, et ensuite celui que la politique de taux courts de la banque centrale a en définitive pour but d'agir sur les taux longs).

Bref, que l'on raisonne en écarts de taux d'intérêt réels ou en écarts de croissance, la politique monétaire unique est un facteur de divergence cumulative. Pour résister à ce mécanisme négatif, il faudrait utiliser la politique budgétaire en contrepoint et en contrepoids. Mais comment faire contrepoids de manière adaptée à la situation spécifique du pays si les politiques budgétaires doivent être harmonisées et a fortiori si elles sont fortement encadrées par un dispositif tel que le PSC ? Tout se passe donc ici comme s'il fallait choisir entre une politique monétaire unique et une politique budgétaire harmonisée.

Enfin, on peut constater que la politique monétaire n'a pas totalement homogénéisé les systèmes bancaires et financiers : les conditions de crédit aux ménages et aux PME diffèrent toujours d'un pays à l'autre. Cela a inévitablement des conséquences sur la dynamique de la demande intérieure, et donc aussi sur le solde de la balance courante.

3^{ème} source d'hétérogénéité : la disparition des taux de change.

La création de la zone euro a entraîné la disparition des taux de change et donc du risque de change : c'est en cela que l'UEM apparaît comme un prolongement naturel du grand marché unique. Grâce à ce couplage, il y a une réelle intégration des différents pays dans l'ensemble que constitue la zone euro et même l'UE. Mais si les économies européennes sont devenues plus interdépendantes (le commerce intra-zone s'est considérablement développé), elles sont devenues aussi plus fragiles. La synchronisation des cycles conjoncturels, qui est souhaitable pour la définition de la politique monétaire unique, est aussi un facteur de fragilité.

La disparition des taux de change va avoir deux effets qui constituent en eux-mêmes des causes d'hétérogénéité.

L'EURO

1^{er} effet de la disparition du taux de change : cela permet a priori aux pays de mener une stratégie de spécialisation, et essentiellement de spécialisation inter-branches en fonction des théories classique et néoclassique du commerce international (avantages comparatifs de Ricardo et théorie des dotations factorielles quantitatives et qualitatives avec le théorème HOS et le paradoxe de Leontief). Et contrairement à la spécialisation intra-branche, la spécialisation interbranche modifie le poids des différents secteurs dans l'appareil productif. En conséquence de quoi, intervient un effet qui va accroître considérablement la divergence entre les économies nationales, c'est l'effet d'agglomération et de polarisation des activités dans des territoires bien déterminés, d'où la nécessité d'une politique régionale avec les fonds structurels et les fonds de cohésion pour préserver la cohésion régionale (dont le budget est supérieur à celui de la PAC). Ces effets d'agglomération et de polarisation amènent clairement à distinguer les pays du cœur de la zone euro (le couple franco-allemand essentiellement) et ceux de la périphérie. Par ailleurs, il semble que l'analyse de Paul Krugman est en train de se vérifier en ce sens que les pays de la périphérie sont obligés d'accentuer leur spécialisation inter-branches alors que les pays du cœur voient leur position se conforter et peuvent pratiquer aussi une spécialisation intra-branche. Pour terminer sur ce point, insistons sur le fait que ces spécialisations méritent d'être accompagnées par les pouvoirs publics. Seulement, selon les pays, les interventions gouvernementales sont plus ou moins adaptées et judicieuses, ce qui rejouit fatalement sur la qualité de la spécialisation. Entre bien évidemment dans cette réflexion le problème de la désindustrialisation, et, plus largement, celui de la compétitivité.

2^{ème} effet de la disparition du taux de change : les transferts d'épargne entre le Nord et le Sud.

Nous avons déjà évoqué cet effet en transposant au niveau de la zone euro entre les pays du Nord et ceux du Sud ce qui se passe au niveau mondial entre les économies matures et les économies émergentes. Mais grâce à l'euro les transferts d'épargne sont beaucoup plus faciles puisqu'il n'y a pas de risque de change. Le fait qu'ils pouvaient compter sur le financement apporté par les investisseurs du Nord a conduit les pays du Sud à augmenter considérablement leurs dépenses (par exemple, l'Espagne en achats immobiliers et le Portugal en dépenses de consommation). Et quand les investisseurs du Nord ont craint pour le remboursement de leurs prêts, ils se sont arrêtés de prêter : la crise de la zone euro devient alors une crise de balance des paiements et de financement extérieur, et comme les emprunteurs sont en réalité des États, cette crise de balance des paiements et de financement extérieur est une crise des dettes souveraines.

3 remarques sur ces effets de la suppression du taux de change :

- Dans ce contexte de crise de dettes souveraines, les autorités européennes n'ont pas fait clairement la distinction entre les pays atteints par une crise de solvabilité et ceux atteints « seulement » par une crise de liquidité. La Grèce a été très vite un pays insolvable mais les autres non. Ce manque de discernement explique la transmission de la crise, de proche en proche, à d'autres pays du Sud que la Grèce.
- Quand il y a un déséquilibre durable de la balance des paiements, on sait qu'un remède de court terme peut être la dévaluation. Sauf qu'avec la monnaie unique, les pays membres ne peuvent plus y recourir. Il leur faut donc trouver un substitut à la dévaluation de la monnaie, et c'est ce que l'on appelle justement la **dévaluation interne** ! Pour donner un coup de fouet à la compétitivité de l'économie nationale et faire de pouvoir le faire en modifiant le cours de la monnaie, on fait le maximum pour peser tout à la fois sur les coûts de production, donc sur les salaires, et sur la demande intérieure. Il s'agit en clair des politiques d'austérité. Pour à la fois réduire leur endettement public et pour restaurer leur compétitivité, les pays du Sud sont ainsi obligés de mener des politiques très agressives qui réduisent le bien-être de leur population. Par dessus le marché, la dévaluation interne n'a pas la même efficacité sur les gains de compétitivité que la dévaluation externe : parce que les prix sont peu flexibles, les prix des biens produits par le pays varient peu, que ce soit pour la demande étrangère ou pour la demande domestique, ce qui diminuent d'autant les salaires réels (puisque les salaires baissent alors que les prix ne répercutent pas cette baisse). Notons que la dévaluation interne peut prendre une dimension spécifique que l'on qualifie de dévaluation fiscale quand on augmente les impôts pour pouvoir réduire les charges sociales qui pèsent sur le travail de façon à diminuer le coût de celui-ci ; cela dans le but d'accroître la compétitivité-coût des produits nationaux. Et quand l'augmentation d'impôts concerne la TVA, on parle de « TVA sociale », cette stratégie présentant l'avantage de renchérir les biens importés et d'augmenter la compétitivité-prix des exportations, ce qui peut au total améliorer le solde extérieur. La dévaluation fiscale sert à la fois la compétitivité et l'emploi.
- La crise de balances des paiements et de financement extérieur des pays a joué un rôle important dans la genèse de la crise de la zone euro en 2008-2009 mais elle explique aussi l'enlisement de l'économie de toute la zone euro au cours des années suivantes. Avant les années 2008-2009, les « pays du Sud » vivaient largement au-dessus de leurs moyens et finançaient leurs déficits extérieurs grâce aux capitaux privés apportés par les « pays du Nord », qui au contraire accumulaient des excédents extérieurs (les déficits des uns sont les excédents des

L'EURO

autres). Ces mouvements de capitaux du Nord vers le Sud étaient favorisés par la libéralisation financière ambiante et par la mise en place de l'euro qui a supprimé le risque de change. Seulement, ils n'ont pas financé que des projets efficaces et porteurs de productivité et de rentabilité ; ils ont souvent favorisé la formation de bulles spéculatives dans les secteurs non exposés à la concurrence internationale et donc relativement moins productifs, d'où le dérapage des salaires, ce qui a aggravé le problème de balance des paiements courants. Et ces apports de capitaux ont été stoppés par les craintes des conséquences de la crise des subprimes et suite à la prise de conscience par les investisseurs des difficultés financières des pays du Sud. Il restait donc à ceux-ci de tout faire pour résoudre leur crise de balance des paiements et de financement extérieur. Deux solutions seulement sont concevables : les mouvements des capitaux publics entre pays excédentaires (« Nord ») et pays déficitaires (« Sud ») prennent le relais de ceux des capitaux privés qui sont stoppés, et la politique d'austérité. La substitution des capitaux publics aux capitaux privés suppose une solidarité sans faille entre les États du Nord et ceux du Sud ; or, une telle solidarité n'existe pas, pas encore. La seule solution est alors aux pays du Sud d'éliminer par eux-mêmes le déficit extérieur, ce qui impose de diminuer la demande intérieure : diminution du déficit public (« austérité budgétaire ») et/ou baisse des salaires (« dévaluation salariale ») : les salaires réels ont baissé depuis 2010 de 7% en Espagne et de plus de 20% en Grèce) et/ou diminution de l'investissement des entreprises et des ménages. Et s'il n'y a pas d'austérité budgétaire, il faut que la réduction de la demande intérieure porte totalement sur ses composantes privées : autrement dit, il y a de toute façon austérité. Comme les conséquences de la crise des subprimes ont nécessité des plans publics de soutien de l'activité et de sauvetage des banques, ce qui a fait exploser les déficits budgétaires et les dettes souveraines, beaucoup de pays sont confrontés à une forte austérité globale qui n'est pas que budgétaire, et cela avec des effets dépressifs directs importants sur la demande globale et sur l'activité générale via les multiplicateurs. Et on est loin d'être sûr que les « réformes structurelles » dont on parle tant ne soient pas elles-mêmes un facteur supplémentaire d'austérité régressive.

4^{ème} source d'hétérogénéité : les divergences de politiques économiques et sociales des différents pays membres.

Il y a deux types de divergences : des divergences quant à la nature et au contenu des politiques menées, notamment en matière de gestion de la fiscalité et du système de protection sociale (exemple fameux de la TVA sociale), ce qui rend possible une concurrence socio-fiscale très préjudiciable, et des divergences quant au caractère plus ou moins bien adapté des stratégies retenues et des mesures prises par rapport à la situation.

II- Pourquoi aux EU les hétérogénéités n'ont-elles pas le même impact que dans la zone euro ?

Les différents États qui forment les États-Unis d'Amérique ont autant d'hétérogénéités entre eux que ce qui peut exister au sein de la zone euro. Il y a même des États américains qui sont potentiellement en faillite (Minnesota, Californie par exemple), et sur 50 États il y en a 46 qui sont nettement en déficit. Ce qui différencie les États-Unis de la zone euro dans le traitement des hétérogénéités, c'est qu'il y a un fédéralisme budgétaire aux États-Unis qui fait cruellement défaut à la zone euro. Il y a un budget fédéral qui compense toutes les hétérogénéités, à commencer par celles que crée la politique monétaire de la banque centrale fédérale, la Fed. Le budget fédéral américain représente environ 20% du PIB du pays, ce qui lui permet de jouer efficacement le rôle d'amortisseur automatique.

La zone euro a donc un fonctionnement bancal : elle fonctionne en matière monétaire comme une fédération alors qu'elle fonctionne en matière budgétaire comme une confédération. Et cette confédération se montre souvent aux prises avec des stratégies opposées, par exemple entre la France qui prône surtout la solidarité vis-à-vis de la Grèce et l'Allemagne qui prône la rigueur. Plus fondamentalement, l'Allemagne a interrogé la France à trois reprises pour savoir si elle est favorable ou non à une union politique de l'Europe et à chaque fois la France s'est dérobée : fin 1989 (avec la 2^{ème} lettre de Kohl à Mitterrand), en 1994 à l'occasion d'une démarche de plusieurs parlementaires allemands, et en mai 2000 avec le discours du ministre des affaires étrangères allemand de l'époque, Joschka Fischer. M. Rocard n'hésite pas à parler de culpabilité de la France en la matière.

Deux remarques ici :

- 1) Il faut comprendre pourquoi l'Allemagne défend ainsi le principe de la rigueur. D'abord, elle-même a eu à faire des efforts colossaux après la réunification des 2 Allemagne et elle ne désire pas aujourd'hui payer pour les autres. Ensuite et surtout, ce principe de rigueur est inscrit depuis la fin de la seconde guerre mondiale dans sa philosophie politique et économique. C'est l'**ordolibéralisme** (voir plus haut), qui tient en 3 mots :

L'EURO

banque centrale indépendante, politique budgétaire orthodoxe et cogestion sociale (« économie sociale de marché »).

- 2) La France et l'Allemagne ont adopté lors de la préparation du dernier Conseil européen pour des raisons tactiques des postures inverses à leurs positions historiques puisque la France a défendu l'union bancaire alors que l'Allemagne disait vouloir aller plus loin avec une union budgétaire.

Cela dit, le Traité de stabilité, de coordination et de convergence, le TSCG, ratifié par la France le 9 octobre, est pour l'Allemagne un bon substitut à un budget fédéral puisqu'il force les États membres à une discipline budgétaire tellement sévère qu'il ne doit pas y avoir besoin de budget fédéral (le TSCG est plus rigoureux que le PSC puisqu'il fixe une limite basse –de 0,5%– au déficit structurel ; d'ailleurs, c'est paradoxal puisque l'on n'a pas été capable de respecter ce PSC...).

Il faut savoir aussi que le président de l'UE, Herman Van Rompuy, est en train de réfléchir à la proposition d'un véritable budget pour la seule zone euro. Mais non seulement cela pose un problème par rapport au budget de l'UE, mais surtout il est difficile d'imaginer que les Allemands y soient favorables.

C'est comme la mutualisation des dettes dont on parle beaucoup avec les eurobonds. Comme il s'agit en réalité de mutualiser les risques, l'Allemagne s'y oppose parce qu'elle craint constamment le risque d'aléa moral (c'est le thème des fourmis et des cigales).

On retrouve sur ce dossier l'opposition entre la France et l'Allemagne à la fois sur leur vision de la construction de l'Europe et sur son calendrier : la France voudrait avec les eurobonds faire jouer la solidarité d'abord pour nourrir la confiance nécessaire aux avancées de l'Union tandis que l'Allemagne veut d'abord que tous les pays soient gérés avec toute la rigueur nécessaire pour pouvoir envisager, après et dans la confiance, la mutualisation des dettes.

À côté de la solution d'un budget fédéral (la France en verrait bien un de 4% à 5% du PIB de la zone, de celle du TSCG et de celle des eurobonds, il y aussi la solution d'un mécanisme de stabilisation dans lequel chaque pays jouera le rôle de contributeur ou de bénéficiaire selon la phase du cycle conjoncturel dans laquelle il se trouve, mais la détermination de cette phase n'est pas forcément très fiable. En somme, il y a plusieurs solutions pour remédier à l'hétérogénéité de la zone euro mais aucune n'est sans coût ni risque ; et le choix de l'une d'elles nécessite qu'il y ait volonté politique et consensus démocratique.

Le pronostic : Ça empire ou ça va mieux ? S'est-on trompé de traitement pour sauver la zone euro ?

La zone euro est-elle sur la voie de la guérison ? Si cela va un peu mieux, ne s'agit-il que d'une rémission ? Ou alors, doit-on craindre le pire ?

Les réponses à ces questions sont précisément en ce moment en train de se dessiner.

En effet, nous sommes actuellement à un moment charnière de la crise de la zone euro, et cela sur deux plans :

D'abord sur le plan institutionnel : en l'espace des deux mois de septembre et d'octobre, cinq événements décisifs changent la face de la zone euro :

- la décision de la BCE, début septembre, faisant d'elle pratiquement un PDR puisqu'avec son nouveau dispositif, l'OMT –outright monetary transactions–, elle va pouvoir acheter sur le marché secondaire des titres publics des États en difficulté sans limite de temps ni de quantité, à condition toutefois de demander expressément l'intervention du MES, le mécanisme européen de stabilité ; ce dispositif aboutit d'une certaine façon à la mutualisation des dettes publiques ;
- la Cour constitutionnelle allemande donne son feu vert pour l'adoption du MES : sans cette décision, la zone euro aurait été dans la pire situation ;
- la Fed décide un nouvel assouplissement monétaire, ce qui montre que les 2 grandes banques centrales font en ce moment passer l'objectif de soutien de l'activité avant celui de la stabilité des prix. Une étude très récente du FMI, fondée sur une analyse de longue période de l'évolution des pays qui ont connu une dette publique d'au moins 100% de leur PIB, montre que la consolidation budgétaire ne peut pas réussir si les banques centrales ne l'accompagnent pas en créant un environnement monétaire particulièrement favorable, avec des taux d'intérêt bas et une monnaie plutôt sous-évaluée ;

L'EURO

- la ratification par la France le 9 octobre du TSCG, signé le 2 mars (traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance) appelé plus couramment pacte budgétaire européen ;
- la supervision bancaire décidée lors du Conseil des 18 et 19 octobre, qui annonce l'union bancaire. C'est cette union bancaire qui permettra de dissocier crise des dettes souveraines et crise bancaire.

Ces 5 événements donnent incontestablement à la zone euro des moyens puissants pour se remettre d'aplomb.

Ensuite, sur le plan des faits et des idées, on sent monter non seulement chez les peuples mais aussi chez les économistes eux-mêmes une contestation de plus en plus forte des politiques d'austérité actuellement menées. Mais en même temps, les données statistiques récentes deviennent un peu contradictoires sur les évolutions à attendre pour les prochains mois et par conséquent sur les jugements que l'on peut porter sur ces politiques d'austérité.

En effet, si on est pessimiste on va privilégier les statistiques de croissance et de chômage des différents pays de la zone : même l'Allemagne semble voir s'essouffler son dynamisme, pendant que les pays du Sud s'enfoncent encore davantage dans les difficultés économiques, sociales et même politiques.

Un consensus semble actuellement se former pour critiquer les politiques de contraction budgétaire forte et rapide, qu'il s'agisse de celles qui augmentent la pression fiscale parce qu'elles diminuent le pouvoir d'achat des ménages et les marges des entreprises, ou de celles qui réduisent les dépenses publiques parce cela porte atteinte à la qualité des services publics.

Il faut en effet tenir compte de la valeur des multiplicateurs keynésiens qui est d'autant plus élevée que l'on est dans une phase dépressive, que les politiques restrictives sont menées en même temps par plusieurs pays et que l'on est dans la zone de trappe monétaire : toute consolidation budgétaire, surtout par les impôts, réduit la consommation des ménages et met à mal les marges des entreprises, d'où un fort effet récessif, avec la baisse de la demande globale et l'augmentation du chômage, ce qui réduit encore plus les rentrées fiscales et les possibilités de réduire les dépenses publiques. D'où un cercle vicieux qui est cumulatif, une spirale récessive qui est infernale. Les efforts demandés à la population sont de plus en plus coûteux et le taux de croissance ne cesse de diminuer. Or, en France par exemple, il faut une croissance d'au moins 1,5% pour que le chômage diminue !

Une première façon de réduire l'impact récessif du redressement des finances publiques serait que ce soit les pays les moins en difficulté qui commencent à réduire leurs déficits et il faudrait l'étaler dans le temps.

À ce propos, deux études importantes sont parues au cours de ces derniers mois de 2012.

D'abord, fin novembre, trois organismes indépendants d'experts économiques, l'OFCE en France, l'IMK en Allemagne et l'ECLM au Danemark, publient le premier « Independant Annual Growth Survey Project » dans lequel ils préconisent l'étalement des programmes d'austérité suite au constat que la situation conjoncturelle, économique et sociale empire.

Ensuite, tout début décembre, une étude de l'INSEE insiste elle aussi sur l'impact négatif des politiques actuellement menées (<http://www.insee.fr/fr/ffc/iana/iana7/iana7.pdf>) : "Après 2% de croissance en 2010, l'activité de la zone euro a ralenti en 2011 (+1,4 %) et se contracterait en 2012 (-0,5 % prévu). Deux facteurs particuliers auraient freiné l'activité ces deux dernières années : la hausse des prix du pétrole et des matières premières et la crise des dettes souveraines en zone euro. (...)

La hausse des prix du pétrole et des matières premières aurait ainsi réduit l'activité d'un quart de point de produit intérieur brut (PIB) en zone euro (un peu plus en France ou en Allemagne), aussi bien en 2011 qu'en 2012.

La crise des dettes souveraines en zone euro s'est manifestée par l'augmentation des taux souverains dans les pays du Sud de l'Europe. Ceci pénaliserait l'investissement via la progression associée des taux privés. La hausse des taux ferait ainsi perdre 0,9 et 1,4 point de PIB en 2012 à l'Italie et à l'Espagne. En revanche, les mouvements de taux auraient un peu soutenu la croissance en France et surtout en Allemagne, leurs dettes publiques ayant statut de valeur refuge.

Face aux hausses des taux souverains, les pays européens ont engagé une consolidation budgétaire ambitieuse. À court terme, de tels ajustements budgétaires ont un effet négatif sur l'activité, car ils pèsent sur la demande. On estime pour 2012 qu'ils auraient réduit la croissance de plus d'un point de PIB en Italie et en Espagne et de 0,8 point en France. Les différents plans de consolidation auraient eu surtout des effets internes aux pays dans lesquels ils sont menés et peu d'influence sur la croissance des autres pays de la zone.

Au total, en France, l'ensemble de ces chocs aurait freiné l'activité à hauteur de 0,7 et 1,1 point de croissance en 2011 et 2012, l'effort de consolidation y contribuant pour moitié en 2011 et aux trois quarts en 2012".

Faisons une rapide simulation. Supposons que le gouvernement français veuille réduire d'un point de PIB le déficit public, c'est-à-dire d'environ 20 milliards d'euros, et tablons sur un multiplicateur de 1,2 ; ces deux hypothèses sont proches de la réalité française actuelle (le multiplicateur de 1,2 correspond bien à la situation française actuelle selon l'OFCE, ce qui correspond d'ailleurs aussi à la moyenne pour la zone euro, sachant que le multiplicateur ex post

L'EURO

estimé pour l'Allemagne est de 0,1). Cette réduction du déficit va donc entraîner *a priori* une diminution du PIB d'1,2 point. Mais cette réduction va à son tour réduire les impôts de 0,6 point, en considérant que les recettes fiscales représentent environ 50% du PIB. Par conséquent, le déficit public ne sera pas réduit de 1 point mais seulement de 0,4 point. Si bien que, si l'on veut bel et bien diminuer *in fine* le déficit d'un point de PIB, il faut en réalité tabler au départ sur une diminution des dépenses et/ou sur une augmentation des prélèvements représentant 2,5 points de PIB (1/0,4), soit 50 milliards ! En effet, on aura alors, certes, une baisse du PIB de 1,2 fois plus, donc de 3 points de PIB, ce qui signifie récession, mais la réduction des rentrées fiscales qui s'ensuivra sera de la moitié, donc de 1,5 points de PIB ; et au total, on aura bien une diminution du déficit de 1 point de PIB (2,5 – 1,5). Si cette réduction de 50 milliards n'est pas faite, on ne cessera pas de courir après la résorption du déficit. On tire de ce raisonnement la conclusion forte qu'il ne faut pas tellement tenir compte du multiplicateur "ex ante" mais bien plutôt du multiplicateur "ex post" : voir sur ce point la remarque faite à propos du théorème d'Haavelmo dans notre document sur les modélisations schématiques de l'équilibre macroéconomique. Ce raisonnement fait comprendre en quoi la politique de rigueur budgétaire fait courir le risque d'une spirale récessionniste et même déflationniste, et cela à très court terme. Et c'est pire potentiellement à long terme puisque la politique de rigueur se traduit par des coupes dans les dépenses publiques. Or, comme les coupes les plus simples à faire concernent les dépenses d'investissement public, c'est la croissance à long terme qui est compromise.

Une autre inquiétude peut apporter de l'eau au moulin des pessimistes : le TSCG va-t-il mieux fonctionner que le PSC ? S'il ne fonctionne pas mieux, ira-t-on alors enfin vers le fédéralisme budgétaire avec par conséquent un budget digne de ce nom et des transferts permanents entre les régions et les pays de la zone euro ?

Si oui, la zone euro sera sauvée et elle pourra aller de l'avant et peut-être même continuer sa route vers l'union politique. Sinon, tous ses États membres seront condamnés à réaliser leur équilibre extérieur, ce qui risque de bloquer tout processus de spécialisation, donc les empêcher de s'insérer efficacement dans la compétition internationale ; et les pays qui sont actuellement en difficulté devront continuer, et encore longtemps, à pratiquer des politiques de dévaluation interne, avec tous les risques sociaux et politiques que cela comporte.

Une façon d'éviter un tel recours catastrophique à la dévaluation interne serait que la BCE aille plus loin qu'avec son OMT actuel : il faudrait qu'elle mutualise les dettes publiques en les monétisant carrément. Mais, en dehors du fait que l'Allemagne s'y opposerait sans aucun doute, une telle monétisation n'est sérieusement envisageable que sur une période limitée (alourdissement excessif de son bilan avec des titres pourris et risque de dérapage inflationniste).

Enfin, une autre piste serait l'évolution du taux de change de l'euro. Il a été très longtemps nettement surévalué par rapport au taux de 1,20\$ environ que beaucoup estiment être son taux d'équilibre de long terme. Un taux de change plus bas serait une manière d'apporter des gains de compétitivité-change à la zone euro tout entière (en ce moment, 1€ = 1,29-1,30\$).

Si on est optimiste, on peut l'être de deux façons :

- La première consiste à rester dans l'orthodoxie financière absolue et on peut alors remarquer qu'il y a actuellement des frémissements positifs. Selon certains conjoncturistes en effet, il y aurait trois tendances favorables mais encore très timides : d'abord la réduction du déficit intra-zone des pays en difficulté, ensuite un certain rebond conjoncturel des pays du Nord, ce qui permettrait aux pays du Sud de bénéficier d'une dynamique moins négative et enfin l'amélioration de la compétitivité des pays « périphériques » comme le montre une certaine reprise des IDE et la réduction de leur déficit extérieur global. Celui de la Grèce passe à 6% du PIB cette année contre 15% avant sa crise de la dette publique, celui de l'Espagne tombe à 2% contre 10% en 2007 et l'Irlande affiche même un excédent courant de 2% contre un déficit de presque 8% en 2008). L'Irlande voit même sa conjoncture se rétablir nettement au point de devenir un exemple à suivre pour les pays en difficulté de la zone euro.

Lors d'un entretien donné à la revue allemande Focus à la mi-décembre, Klaus Regling, Directeur général du MES, considère que pour le sauvetage de la zone euro « la moitié du travail a été fait (...) et que cela va prendre encore deux ou trois ans pour que tous les pays de la zone euro aient un déficit public inférieur à 3% de leur PIB, et pour qu'ils soient sur le bon chemin pour un budget équilibré ».

Cette vision optimiste et orthodoxe trouve au moins en partie sa justification théorique dans l'analyse faite par Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff, dans leur livre « Cette fois, c'est différent ; huit siècles de folie financière » paru en 2009 et traduit en français l'année suivante. Au moyen de statistiques traitées avec le logiciel Excel, les auteurs montrent qu'une dette souveraine supérieure à 90% du PIB débouche finalement sur une récession. Mais, mi-avril 2014, grâce aux calculs faits par l'un de leurs étudiants – Thomas Herndon, Michael Ash et Robert Pollin, professeurs à l'Université d'Amherst dans le Massachusetts, critiquent la méthode employée et contestent donc la conclusion qui en est tirée. C. Reinhart et K. Rogoff répondront que « ce bug regrettable ne remet pas en cause le message central de l'étude », et pour Olivier Blanchard, chef économiste du FMI, la barre de 90% semble malgré tout un bon point de référence.

L'EURO

Dans cette première vision optimiste, le mariage de mesures de rigueur budgétaire et de mesures pour améliorer la compétitivité semble être le bon Policy mix. Certes, la rigueur budgétaire concerne le secteur public tandis que la compétitivité concerne le secteur privé, mais la compétitivité a pour but de compenser, par une augmentation des exportations, la réduction de la demande intérieure qu'entraîne la rigueur budgétaire ; de manière à augmenter la demande globale pour, tout à la fois, réduire le déficit public et augmenter la croissance, donc l'emploi.

Seulement, le problème est que, lorsqu'un pays mène ces deux politiques, celles-ci produisent des externalités négatives : la rigueur budgétaire diminue les importations, et donc les exportations des autres, ce qui réduit leur propre compétitivité, et cela d'autant plus que les gains de compétitivité réalisés par le pays considéré sont importants. Et lorsque plusieurs pays mènent ensemble ces deux politiques, surtout de manière non coordonnée, donc non coopérative, les effets sont globalement négatifs. On comprend bien que, pour qu'il n'en soit pas ainsi, il faudrait que l'ajustement soit pris en charge davantage par les pays en bonne santé que par ceux qui sont en difficulté. Ainsi, en caricaturant à peine le raisonnement, il faudrait que l'Allemagne accepte d'augmenter ses salaires, et d'être un peu plus souple par rapport à son inflation, et qu'elle défende un peu moins sa compétitivité. Il est clair que l'Allemagne n'est pas prête à adopter de tels comportements. D'abord, on sait que la crise de l'hyperinflation des années 1920 l'a rendue définitivement allergique au risque inflationniste. Ensuite, elle a deux bonnes raisons de vouloir continuer à engranger des gains de compétitivité. Ces deux raisons correspondent à des difficultés que l'Allemagne doit gérer : d'une part, il faut qu'elle finisse de « digérer » les difficultés qu'a entraînées la réunification (d'où « l'agenda 2010 » de Gerhard Schröder) et d'autre part il faut qu'elle se prépare aux difficultés que va lui poser durablement son déclin démographique. Par conséquent, si l'Allemagne, et les autres pays créateurs, n'acceptent pas de participer activement à l'ajustement, celui-ci est imposé de fait aux pays débiteurs. Et c'est là que réside en définitive l'origine de l'impasse dans laquelle on se trouve actuellement : la rigueur budgétaire entraîne les pays dans une spirale récessive infernale et tous s'épuisent dans la course à la compétitivité. Pour l'instant, ce sont les pays déjà en difficulté qui font les frais de ces politiques mais cela peut rejoindre progressivement sur les autres pays.

Tout cet argumentaire montre que cette vision optimiste est fondée sur une illusion, et en prendre conscience devrait nous la faire abandonner pour adopter une autre façon d'être optimiste ; sinon, on serait amené tôt ou tard à rejoindre le camp des pessimistes.

- La seconde façon d'être optimiste est radicalement opposée à la première. Elle donne plus d'importance à l'avenir de l'Europe et de ses peuples qu'à la discipline budgétaire. Et que ce soit les mesures de rigueur budgétaire ou les mesures en faveur de la compétitivité, surtout à partout du moment où tous les pays les prennent en même temps, elle doute non seulement de leur efficacité mais elle estime même qu'elles peuvent être contreproductives, comme on vient de l'analyser.

La situation actuelle ne s'explique pas essentiellement par l'incurie passée mais par un défaut de constitution de la zone euro et par un déficit de démocratie. La légitimité se trouve dans les États-nations, dont les responsables sont élus, mais qui ont été dépouillés de tous les instruments de politique économique, et les instances de pilotage économique de la zone euro (BCE, PSC, Commission) n'ont aucune légitimité. « Les pays membres de la zone euro se retrouvent dans la situation d'États fédérés orphelins d'un État fédéral (...) Ce qui revient à mettre la démocratie sous tutelle technocratique » (J.-P. Fitoussi). Et en plus, il semble que l'on réduise toujours un peu plus la souveraineté des pays sans pour autant augmenter celle de l'Europe. Et de surcroît, de nombreuses occasions ont prouvé que la gouvernance européenne est défaillante : non seulement, l'idéologie libérale qui inspire la Commission européenne lui fait adopter des directives contestables, mais de plus les situations de crise montrent que le chacun pour soi l'emporte et guide systématiquement les comportements de nos dirigeants. La division en 2 de la zone euro se traduit par un conflit ouvert entre efficacité, voulue par les pays du Nord, et solidarité, demandée par les pays du Sud.

Il faudrait donc que la crise actuelle soit pour l'Europe l'occasion d'un progrès supplémentaire pour qu'elle devienne plus forte, comme cela a d'ailleurs été souvent le cas au cours de son histoire.

Ce progrès doit porter en priorité sur un fédéralisme budgétaire : le bon fonctionnement de la zone euro nécessite que le fédéralisme ne soit pas uniquement dans le domaine monétaire, avec la BCE, mais aussi dans le domaine budgétaire. Un budget européen digne de ce nom permettrait de financer un « New Deal » privilégiant les dépenses d'investissements en matière d'innovation, d'infrastructures et de défense de l'environnement, pour soutenir la transition écologique (un tel New Deal est la solution que défend Michel Aglietta dans son tout dernier ouvrage, coécrit avec Th. Brand ; c'est aussi la solution qu'avanceront ensemble des ministres français et allemands dans un article du Monde du 29 mai 2013). Cela serait un bon moyen de sortir de l'impasse où nous mène la conjonction de politiques restrictives qui dépriment la demande intérieure des pays, et donc le bien être de leur population, et des politiques centrées sur l'offre. Certes, toute économie marche sur ses deux jambes, la demande et l'offre ; et c'est vrai que les politiques de l'offre n'expriment leurs effets que sur le long terme. Mais quand on est en crise et que les mesures prises sont restrictives, ces mesures ont pour effet à court terme de détruire du capital à la fois physique et humain (progression du chômage et aggravation des inégalités), ce qui entre totalement en contradiction avec la logique des politiques de l'offre qui visent en principe

L'EURO

l'augmentation de la productivité, de la rentabilité, de la compétitivité et de l'attractivité de l'économie nationale. D'ailleurs, cette contradiction s'explique par le fait que les politiques de l'offre actuellement menées ont en réalité pour but de relancer... la demande... venant de l'étranger. Et si tout le monde faisait pareil... ? ! Finalement, les politiques actuellement menées sont en réalité des politiques keynésiennes, mais ce ne sont pas les bonnes. Au lieu de laisser chaque pays tirer sa croissance par les exportations, il faut, comme on vient de le dire, relancer la croissance au niveau de l'Europe tout entière par des investissements publics.

Par ailleurs, un gouvernement économique pour la zone euro est indispensable non seulement pour piloter la politique budgétaire qui serait commune mais aussi pour fixer à la BCE des objectifs clairs de politique de change. Car il ne faut pas que l'euro perde la guerre des monnaies.

Et, de manière plus générale, il ne faut pas que la zone euro et l'Europe tout entière perdent leur place dans l'économie mondiale ; et, surtout, il ne faut pas que les peuples européens aient à souffrir d'une baisse de leur bien-être.

• JANVIER 2013 ->

1^{er} janvier : pour les États-Unis, l'année 2013 commence plutôt bien : ils échappent à la « falaise budgétaire » puisque les deux chambres adoptent un compromis avec l'exécutif.

À partir de ce début d'année 2013, tous les nouveaux emprunts publics des États membres de la zone euro vont être dotés de clauses d'action collective (CAC). En a décidé ainsi un comité européen pour éviter les défauts désordonnés et pour que fonctionne mieux le marché de la dette souveraine. Il s'agit de fixer le cadre des négociations entre un État en difficulté et ses créanciers quand il doit y avoir restructuration de sa dette publique. Ainsi, quand cette négociation aboutit à ce que $\frac{3}{4}$ des créanciers votent pour l'allongement de maturité de la dette et/ou la réduction de son montant, l'accord vaut pour tous. Ce dispositif va concerner 55% des emprunts émis en 2013 et concernera la totalité des dettes souveraines de la zone euro dans une dizaine d'années.

L'année 2013 commence bien aussi pour la dette française : le jeudi 3, l'État français emprunte sur 10 ans au taux de 2,07%, qui est un plus bas historique.

Sur les places boursières, encouragées par l'évitement de la falaise fiscale aux États-Unis et par l'éloignement du risque d'implosion de la zone euro, la première semaine se termine sur de bons scores : +2,44% pour le CAC40 (à 3730 points), -0,03% pour le DAX30, +3,26% pour le Footsie, +2,53% pour le Dow Jones, +2,72% pour le Nasdaq et +2,82% pour le Nikkei. L'euro cote 1,306\$.

À la fin de la deuxième semaine, les performances sont un peu moins homogènes : -0,64% pour le CAC40 (à 3706 points), -0,78% pour le DAX30, +0,52% pour le Footsie, +0,40% pour le Dow Jones, +0,77% pour le Nasdaq et +1,06% pour le Nikkei. L'euro cote 1,334\$.

La troisième semaine se termine quant à elle sur des résultats globalement positifs : +0,96% pour le CAC40 (à 3742 points), -0,17% pour le DAX30, +0,54% pour le Footsie, +1,20% pour le Dow Jones, +0,29% pour le Nasdaq et +1,03% pour le Nikkei.

Le lundi 21, élection du ministre de l'économie néerlandais Jeroen Dijsselbloem (prononcer : Yé-roun deille-seul-bloem) à la tête de l'Eurogroupe pour prendre la suite, pendant 2 ans et demi, de Jean-Claude Juncker qui en aura été le Président depuis sa création en 2005.

En ce début de quatrième semaine, la banque centrale japonaise répond aux nombreux appels que lui adresse le premier ministre qui voudrait que la politique monétaire aide davantage le pays à sortir de la déflation : la BoJ prend plusieurs mesures d'assouplissement et élève à 2% son objectif d'inflation. On constate aussitôt une dépréciation du yen, ce qui fait craindre à plusieurs responsables occidentaux un retour de la guerre des monnaies. D'ailleurs, l'euro monte ces temps-ci face non seulement au dollar mais également par rapport au yen et au franc suisse : la force de l'euro handicape beaucoup les pays de la zone euro dans la mise en œuvre de leur stratégie de croissance. Comme le dit Charles Wyplosz, « la zone euro est le dindon de la farce, coincée qu'elle est entre les politiques non conventionnelles des États-Unis et du Japon qui dévaluent de facto leurs monnaies et le refus de l'Allemagne d'emboîter le pas, ce qui a pour effet de faire monter le cours de l'euro et de nuire à nos exportations. Nous ne sommes pas sortis de l'auberge ! » (voir Le Monde du 21 février).

Le 22 janvier, F. Hollande et A. Merkel fête à Berlin les 50 ans du traité de l'Élysée signé par le Général de Gaulle et K. Adenauer pour sceller l'amitié franco-allemande.

Le mercredi 23, le premier ministre britannique David Cameron annonce, lors d'un discours fait au siège londonien du groupe Bloomberg, que si les conservateurs emportent les élections législatives

L'EURO

en 2015 il proposera à ses concitoyens un référendum pour savoir s'ils souhaitent ou non rester dans l'UE. Cette annonce s'inscrit en définitive dans la logique du comportement du Royaume-Uni vis-à-vis de l'Union européenne : depuis longtemps, ce pays ne conçoit l'UE que comme un grand marché et tente toujours d'obtenir un traitement privilégié au sein de l'UE. Entre autres responsables européens, le Président français F. Hollande réagit aussitôt : « ce que je dis au nom de la France, en tant qu'Européen, c'est qu'il n'est pas possible de négocier l'Europe pour faire faire ce référendum (...) On ne peut pas l'abaisser, la diminuer, sous prétexte de proposer d'y rester ».

D'une certaine façon, si le Royaume-Uni décidaient de quitter l'UE, ce serait peut-être redonner une grande chance à la construction politique de l'Europe et de retrouver ainsi le chemin tracé par les pères fondateurs...

À la fin de la 4^{ème} semaine, et en considérant le contexte du moment, les marchés sont plutôt en très bonne forme au point que l'idée de bulle financière fait sa réapparition : +0,98% pour le CAC40 (à 3778 points), +2,02% pour le DAX30, +2,11% pour le Footsie, +1,80% pour le Dow Jones, +0,45% pour le Nasdaq, +0,12% pour le Nikkei. Et l'euro cote plus de 1,34\$.

• Février 2013 ->

Au tout début du mois, les places financières enregistrent des performances très mitigées mais meilleures que ne pourraient les justifier les mauvaises situations que connaissent de grandes banques européennes, à commencer par le Crédit agricole en France : -0,12% pour le CAC40 (à 3774 points), -0,31% pour le DAX30, +1,00% pour le Footsie, +0,82% pour le Dow Jones, +0,93% pour le Nasdaq et +2,42% pour le Nikkei.

L'euro est haut puisqu'il cote plus de 1,37\$. D'ailleurs, plusieurs responsables de la zone euro, à commencer par le Président de la République française, s'en émeuvent ouvertement. Se pose ainsi la sempiternelle question du taux de change d'équilibre d'une monnaie et on sait qu'il n'y a pas de réponse univoque à cette question (voir sur ce site notre document sur le taux de change). *En effet, étant donné l'hétérogénéité de la zone, si taux de change d'équilibre il y avait, il dépendrait des circonstances économiques générales et surtout il ne serait pas le même selon les pays : des experts estiment par exemple que l'Allemagne peut supporter un euro à près de 1,80\$ tandis que la France commence à souffrir avec un euro à 1,24 et l'Italie avec un euro à 1,17\$ (remarquons toutefois que les exportations, françaises en particulier, ont un contenu en importations de plus en plus important : il ne faut donc pas forcément compter sur une baisse de l'euro pour rééquilibrer les comptes extérieurs). De plus, on constate que, dans une zone euro globalement peu ouverte (environ à 25%), ce qui signifie que globalement elle n'est pas trop sensible aux mouvements du taux de change, le rééquilibrage de la situation des pays du Sud par rapport à ceux du Nord passe par une montée en régime de leur moteur « extérieur » (celui de leurs exportations). Or, un euro trop fort pour eux empêche cette montée en régime. Lors d'une intervention faite le mercredi 20 à Berlin devant des économistes, A. Merkel considérera qu'un euro compris entre 1,30 et 1,40 \$ lui semble tout à fait normal.*

Comme tous les premiers jeudis de chaque mois, le Conseil des gouverneurs de la BCE se réunit le jeudi 7 : les taux directeurs sont maintenus. Mais, lors de sa conférence de presse, le Président Draghi se montre certes convaincu que la crise de la zone est bel et bien endiguée mais il est aussi moins optimiste que le mois précédent sur la situation d'ensemble. Cela suffit pour faire baisser fortement l'euro qui perd ainsi en un jour ce qu'il avait gagné en 10 séances, en cotant moins de 1,34\$ (1,3365\$). Par ailleurs, il estime qu'un lien existe entre le taux de change et la stabilité des prix. Autant dire qu'il lance un pavé dans la marre puisqu'il établit un lien entre l'objectif interne et l'objectif externe, alors qu'il y a depuis la création de la BCE une primauté absolue de l'objectif interne. Cela dit, les grands argentiers du G7, juste avant la tenue du G20 le 15, réaffirmeront leur « engagement de longue date pour des taux de change déterminés par le marché ».

Le vendredi 8, réunion à Bruxelles du Conseil européen pour arrêter le budget de l'UE pour les 7 années à venir. Après 34 heures de négociations, le compromis débouche sur une réduction des crédits d'engagements, de 993 milliards d'euros pour 2007-2013 à 960 milliards pour 2014-2020 : « nous ne pouvions simplement pas ignorer les réalités économiques extrêmement difficiles » dit le Président du Conseil. Il n'empêche qu'aussitôt les eurodéputés, toutes tendances confondues, menacent de ne pas voter ce budget en l'état.

Sur la semaine qui s'achève, avec un discours prudent du Président de la BCE et des péripéties politiques en Espagne et en Italie, les places boursières enregistrent des résultats négatifs, surtout en Europe : -3,29% pour le CAC40 (à 3649 points), -2,31% pour le DAX30, -1,31% pour le Footsie, -

L'EURO

0,12% pour le Dow Jones, +0,46% pour le Nasdaq et -0,34% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3361\$. Le mercredi 13, le premier ministre français J.-M. Ayrault reconnaît que l'objectif de 3% de déficit ne pourra pas être atteint comme annoncé fin 2013 mais réaffirme l'objectif de 0% pour la fin du quinquennat. « Ce qui compte, c'est la trajectoire ». Et c'est bien sur ce point que vont se battre les responsables français à Bruxelles. Point positif : Olivier Rehn, le Commissaire aux affaires économiques, déclare qu'il est prêt à analyser les situations des pays au cas par cas et que « en cas de détérioration de la conjoncture, un pays peut recevoir plus de temps pour corriger son déficit excessif, s'il a fourni les efforts structurels ». Il n'empêche que la France est placée sous surveillance accrue, vu que le déficit prévu pour 2013 atteint au moins 3,6%.

Remarque : quand le Président français reconnaîtra-t-il qu'il va être pratiquement impossible d'honorer son engagement d'inverser la courbe du chômage d'ici la fin de cette année ? La Commission européenne prévoit pour la France un taux de chômage de 10,7% en 2013 et de 11% en 2014...

Sur les marchés financiers, la troisième semaine, se termine sur des performances très moyennes : +0,30% pour le CAC40 (à 3660 points), -0,77% pour le DAX30, +1,03% pour le Footsie, -0,08% pour le Dow Jones, -0,06% pour le Nasdaq et -1,61% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3361\$.

Les 15 et 16 février, réunion à Moscou du G20 ; qui, pourrait-on dire une fois de plus, est une réunion « en vain » car, d'une part, l'opposition entre ceux qui souhaitent que l'on modère les assainissements budgétaires et ceux qui voient en cela du laxisme reste entière et, d'autre part, tous les participants promettent haut et fort de ne pas pratiquer de « dévaluation compétitive » alors qu'il semble assez évident qu'une guerre des monnaies est d'ores et déjà ouverte quand on regarde les comportements monétaires des États-Unis, du Japon et de la Chine.

Le mercredi 20, compromis entre le Parlement européen et le Conseil européen sur le « two-pack » : le PSC, déjà renforcé en octobre 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 que celui-ci ne passe devant le parlement national.

C'est également ce mercredi 20 que l'agence S&P fait un commentaire positif sur la situation économique française, au vu d'une part des efforts en matière de compétitivité et d'autre part de la réforme annoncée du marché du travail : l'agence estime donc que la France peut rester pour l'instant à sa note actuelle AA+.

Le vendredi 22, l'agence Moody's dégrade d'un cran le Royaume-Uni, de Aaa à Aa1, à cause d'une croissance trop faible, d'où de gros risques pour sa dette qui pourrait approcher les 100% du PIB au milieu de la décennie.

Sur les marchés financiers, la dernière semaine du mois est marquée par de fortes fluctuations, essentiellement à cause de divergences au sein du staff de la Fed révélées dans les « minutes » de sa réunion de janvier qui viennent d'être publiées : certains de ses membres souhaitent que la Fed cesse ses rachats d'actifs, et par conséquent sa stratégie de création monétaire à tout va. Les marchés craignent un retour brutal à une stratégie orthodoxe. +1,25% pour le CAC40 (à 3706 points), +0,90% pour le DAX30, +0,12% pour le Footsie, +0,13% pour le Dow Jones, -0,95% pour le Nasdaq et 1,90% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3192\$.

La fin du mois de février est principalement marquée par le déclenchement d'une crise politique en Italie puisque, suite aux élections législatives qui ont donné la victoire à l'anti-euro et à l'antirigueur, la 3^{ème} économie de la zone euro est sans gouvernement !

Également en cette fin de mois, et faute d'un accord entre les Républicains et les Démocrates, des coupes budgétaires automatiques –et non sélectives- d'un montant de 85 milliards de dollars vont s'appliquer aux États-Unis. Ce dispositif, dit du « séquestre », appelé aussi « falaise budgétaire », prévu par une loi d'août 2011, va avoir de graves conséquences tout particulièrement sur la qualité des services publics et sur le niveau de la croissance, non seulement aux États-Unis mais aussi, par contrecoup, dans le monde entier.

• Mars 2013 ->

À cause des incertitudes politiques italiennes et de la catastrophe budgétaire américaine, le mois commence sur les places boursières par des résultats volatiles et mitigés : -0,17% pour le CAC40 (à 3700 points), +0,60% pour le DAX30, +0,68% pour le Footsie, +0,64% pour le Dow Jones, +0,25%

L'EURO

pour le Nasdaq et 1,94% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3023\$.

La réunion de l'Eurogroupe du 4 mars est agitée par deux dangers importants : le cas chypriote et la situation italienne.

Lors de sa réunion mensuelle, la BCE a maintenu le jeudi 7 mars le statu quo de ses taux directeurs. Comme la situation de la zone euro est très préoccupante (révision à la baisse du taux de croissance de la zone euro en 2013 de -0,3% à -0,5% et progression du chômage), et bien que le risque de spirale déflationniste ne soit pas exclu (une inflation de 1,6% est prévue pour 2013), cette décision peut s'expliquer par la pression que la BCE veut exercer sur les gouvernements pour qu'ils réalisent les réformes structurelles nécessaires et continuent à réduire leur déficits publics. M. Draghi a cependant confirmé que la BCE aurait une politique monétaire accommodante aussi longtemps qu'il le faudra.

Sur les marchés boursiers, la première semaine de mars se termine sur de très bons résultats, boostés par de fortes progressions à Wall Street qui enchaîne les séances haussières et bat des records, et lui font effacer 5 années de crise grâce aux bonnes nouvelles sur le front de l'emploi et à la politique monétaire accommodante de la Fed : +3,79% pour le CAC40 (à 3840 points), +3,61% pour le DAX30, +1,65% pour le Footsie, +2,18% pour le Dow Jones (à 14397 points), +2,35% pour le Nasdaq et +5,84% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3005\$.

Le mardi 12, lors d'un déplacement à Dijon et dans sa région, le Président F. Hollande indique, pour la première fois, que le déficit public sera « sans doute à 3,7% en 2013 ». Notons qu'il a l'occasion d'insister sur les blocages qui handicapent l'action de l'État en France, qu'il résume par trois mots : lenteur (des actions et réactions des acteurs économiques), lourdeur (des procédures) et torpeur générale. Le hasard veut que le même jour, le gouverneur de la Buba considère que la crise n'est pas finie dans la zone euro, et c'est lui qui avait quelques jours plus tôt, devant les élèves d'HEC, estimé que « le cours des réformes semble piétiner en France »...

Le mercredi 13, le Parlement européen « rejette sous sa forme actuelle » le projet de budget de l'UE pour la période 2014-2020 tel qu'il a été mis au point –difficilement- lors du Conseil européen du 8 février.

Les jeudi 14 et vendredi 15, le Conseil européen se réunit, avec pour principal ordre du jour la stratégie permettant d'assurer la compatibilité entre l'austérité qu'impose la situation des finances publiques et la croissance que nécessite l'aggravation considérable du chômage. Il y a bien consensus sur l'urgence à trouver une telle stratégie mais peu de décisions sont prises : celles-ci semblent renvoyées au Conseil qui doit se tenir le 23 mai...

Notons que ce problème de « Policy mix » entre austérité budgétaire et relance macroéconomique est en ce moment commun à la zone euro et aux États-Unis, lesquels en effet sont aux prises avec des coupes sombres dans les dépenses publiques et désireux en même temps de lutter contre le chômage en relançant la consommation au moyen en particulier d'une augmentation du salaire minimum.

Le samedi 16, un accord est trouvé pour financer **Chypre** entre l'Eurogroupe et le FMI avec un plan de sauvetage de 10 milliards d'euros maximum : 9 pour la zone euro et 1 pour le FMI, alors que la demande porte sur 17 milliards, c'est-à-dire l'équivalent d'une année de PIB. Chypre est ainsi le 5^{ème} pays de la zone euro à bénéficier d'une aide internationale, après la Grèce, le Portugal, l'Irlande et l'Espagne pour ses banques, comme c'est le cas pour Chypre dont les établissements financiers sont au bord de la faillite à cause de la restructuration de la dette grecque. Mais, comme Chypre serait incapable de rembourser une dette de 17 milliards, l'Eurogroupe et le FMI demandent que Chypre apporte les 7 milliards complémentaires : pour compléter les recettes tirées d'une hausse du taux de l'impôt sur le sociétés (de 10 à 12% !), d'une taxe sur les plus-values et de privatisations, il faut trouver 5,8 milliards. Il est envisagé pour cela, par le FMI et quelques États membres comme l'Allemagne, de réaliser une « faillite ordonnée » des deux principales banques en situation de faillite, mais la solution proposée par la Commission européenne, soutenue par la BCE et par des États membres, dont la France, est préférée. Ce sera une taxation des dépôts bancaires, taxation à 6,75% pour les dépôts jusqu'à 100 000 euros et à 9,9% au-delà (le Président chypriote aurait refusé une seule taxation, à 2 chiffres, des dépôts supérieurs à 100 000 euros pour ne pas entrer en conflit en particulier avec les déposants russes qui sont majoritaires dans les non-résidents dont les comptes de dépôt représentent 45% du total). L'exigence de l'Eurogroupe et du FMI s'explique aussi par le souci d'obliger Chypre à se réformer pour ne plus être un paradis bancaire et

L'EURO

fiscal. Notons que le secteur bancaire chypriote présente deux caractéristiques spécifiques : il est hypertrophié puisqu'il pèse 8 fois le PIB et les dépôts représentent 90% du bilan bancaire consolidé, ce qui signifie que son sauvetage ne peut pas passer uniquement par des sacrifices demandés aux actionnaires et aux porteurs des obligations bancaires. Mais, même si elle est présentée comme une taxe exceptionnelle sur le patrimoine, cette taxation est comprise comme une remise en cause du principe européen de la garantie des dépôts jusqu'à 100 000 euros et il est évident qu'elle va toucher les petits épargnants, même si l'objectif sous-jacent est de lutter contre le blanchiment d'argent (notons que le président Poutine juge cette décision « injuste, non professionnelle et dangereuse »). Cette décision entraîne bien évidemment à Chypre une « course aux guichets » mais ceux-ci sont fermés rapidement et pour plusieurs jours, et une forte colère sociale. Et les Bourses européennes mais aussi asiatiques, et l'euro, baissent dès le lundi.

La fin de la semaine se termine sur les marchés boursiers par des performances positives, entraînées par celles de Wall Street qui ne cesse de monter (le CAC40 est de son côté au plus haut depuis l'été 2011) : +0,10% pour le CAC40 (à 3844 points), +0,71% pour le DAX30, +0,09% pour le Footsie, +0,81% pour le Dow Jones, +0,14% pour le NASDAQ et +2,26% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3076\$.

Le lundi 18, devant l'accumulation des réactions négatives et étant donné les risques de contagion, l'Eurogroupe réajuste le tir en proposant à Chypre de ne pas taxer les comptes dont le solde est inférieur à 100 000 euros, façon de rester conforme avec le principe européen de garantir jusqu'à cette somme les dépôts en cas de faillite (cette volte face de l'Eurogroupe peut légitimement inquiéter sur la qualité de son mode de gouvernance). Mais le gouvernement chypriote décide de taxer à 6,75% tous les dépôts compris entre 20 000 et 100 000 euros et à 9,9% au-delà. Face à cette crise, la BCE, qui était présente lors de la réunion du FMI et de l'Eurogroupe, affirme de son côté qu'elle fournira autant que nécessaire des liquidités aux banques chypriotes.

Remarque : c'est la loi du 25 juin 1999 qui régit en France l'indemnisation des déposants jusqu'à 100 000 euros, par déposant et par banque, en cas de faillite de leur établissement financier, avec la création du Fonds de garantie des dépôts –FGD (la loi prévoit un plafond de 70 000 euros pour les titres ; un autre mécanisme couvre les contrats d'assurance-vie, avec un plafond de 70 000 euros par contrat et par société d'assurances ; les fonds déposés sur les livrets A, LDD et LEP sont garantis par l'État à 100%, indépendamment du FDG). C'est depuis le 1^{er} janvier 2011 que le plafond de garantie de 100 000 euros par déposant s'applique à toute l'Union européenne.

Le mardi 19, le parlement chypriote rejette en bloc le projet de loi sur la taxation des dépôts bancaires. Mais alors, comment trouver les 5,8 milliards ? Le FMI et les Allemands affirment qu'il n'y a pas de « plan B »... Et tout le monde attend que le « plan B » soit trouvé par Chypre elle-même. La situation entraîne une chute brutale des Bourses.

Le mercredi 20, Chypre cherche en vain à obtenir une aide la Russie.

Le jeudi 21, la BCE met les autorités chypriotes en demeure de trouver un plan B avant le lundi suivant en les menaçant de priver les banques de ses liquidités, façon pour elle de combattre le risque d'aléa moral, et l'agence Standard & Poor's dégrade la dette de Chypre d'un cran à CCC en mettant en garde contre une faillite de l'île. De son côté, le Président de l'Eurogroupe considère que la crise chypriote est de type systémique ; mais la faillite du pays pourrait-elle emporter effectivement toute la zone euro alors que Chypre ne pèse que 0,2% du PIB ?

La crise financière de Chypre s'approfondit donc et peut s'élargir par contagion, qui est le risque le plus important que fait craindre tout phénomène de crise chez l'un des États membres. Et comme pour toute crise de dette souveraine, qui est de type financier, les répercussions possibles de la crise chypriote sont macroéconomiques, puis sociales et politiques.

Le vendredi 22, le parlement chypriote vote une restructuration du secteur bancaire.

En fin de semaine, les Bourses enregistrent certes des baisses, mais pas très fortes car elles se rétablissent un peu après la chute de mardi : -1,92% pour le CAC40 (à 3770 points), -1,63% pour le DAX30, -1,49% pour le Footsie, -0,01% pour le Dow Jones, -0,13% pour le Nasdaq et -0,34% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2819\$.

Le lundi 25, fin de l'ultimatum de la BCE, qui pourra continuer à soutenir le système bancaire chypriote parce qu'un compromis est trouvé in extremis. L'essentiel de ce compromis tient en les décisions concernant les deux principales banques de l'île, « Bank of Cyprus » et « Laiki Bank »,

L'EURO

qui rassemblent à elles seules 80% des avoirs bancaires. La banque Laiki est démantelée (d'où de fortes pertes pour ses actionnaires et ses créanciers obligataires) et ses bons actifs, en particulier les dépôts inférieurs à 100 000 euros, sont transférés à Bank of Cyprus ; les dépôts supérieurs à 100 000 de Laiki sont gelés et utilisés pour régler ses dettes et pour recapitaliser l'autre banque par conversion en capital. Mais Bank of Cyprus doit absorber ce que Laiki doit à la BCE (9 milliards) et les dépôts de plus de 100 000 euros qu'elle a seront taxés à 40% contre des actions pour conforter sa recapitalisation (ceux faits chez Laiki seront taxés à 60%). Cette taxation prendra la forme d'une retenue à la source lors de la réouverture des banques. Par ailleurs, il y aura la cession des filiales et des succursales que les banques chypriotes ont en Grèce pour diminuer d'environ 40% la taille du système bancaire, de façon à ce que celle-ci se rapproche de la moyenne européenne.

À la suite de cette solution apportée au cas chypriote, le Président de l'Eurogroupe crée beaucoup d'inquiétude en disant que cette solution pourrait servir d'exemple pour le traitement de cas analogues : se sentent alors visés la Slovénie qui a un système bancaire également malade et le Luxembourg ainsi que Malte dont les systèmes bancaires sont également hypertrophiés.

Le mercredi 25, et pour que l'ouverture des guichets bancaires prévue le lendemain ne s'accompagne pas de sorties de capitaux massives, Nicosie instaure pour un temps un contrôle des mouvements internationaux de capitaux, c'est-à-dire un contrôle des changes.

Cette mesure, qui est très grave parce qu'elle est contraire au fonctionnement interne de la zone euro, donne lieu à toute une série de commentaires, et certains vont jusqu'à annoncer la sortie de Chypre de la zone euro. On peut en effet considérer que cette mesure crée de fait deux euros, l'euro communautaire et l'euro chypriote dont la circulation ne sera plus libre. Et d'après le triangle d'impossibilité de Mundell, comme la liberté de circulation des capitaux est supprimée, Chypre doit retrouver la souveraineté de sa politique monétaire, ce qui revient à une sortie de la zone euro... Selon certains, une sortie de l'euro serait d'ailleurs peut-être une bonne solution pour Chypre, qui aurait ainsi la possibilité de dévaluer pour contrer l'affaiblissement de son économie que vont lui causer l'amputation d'une partie importante de son système bancaire et les faillites probables de nombreuses entreprises. En tous les cas, à quand l'harmonisation fiscale ? Et vivement l'union bancaire ! Mais en milieu de ce mois, l'Allemagne demande un changement des traités pour que soit mise en place l'union bancaire. Autant dire que celle-ci va être encore retardée alors que la BCE ne cesse de dire qu'elle est cruciale pour la stabilisation de la zone euro.

Au total, la crise semble écartée pour la zone euro mais les difficultés économiques et sociales commencent pour Chypre...

Sur les places boursières, la fin du mois se traduit par des performances, marquées par la crise chypriote : -1,03% pour le CAC40 (à 3731 points), -1,47% pour le DAX30, +0,29% pour le Foothsie, +0,46% pour le Dow Jones, +0,69% pour le Nasdaq et +2,23% pour le Nikkei. L'euro est orienté à la baisse et cote 1,2818 \$.

Bien que ses finances publiques aient dérapé en 2012 (déficit de 4,8% du PIB au lieu des 4,5% visés par le gouvernement et une dette qui dépasse les 90% du PIB), la France a encore la confiance des marchés puisqu'elle vient d'emprunter à un taux historiquement bas : comparativement à beaucoup d'autres pays de la zone euro, notre pays reste encore une valeur sûre aux yeux des investisseurs.

• Avril 2013 ->

Le 2, annonce d'un plan d'assistance à Chypre (9 milliards sont prêtés par le MESF et 1 milliard par le FMI).

Le jeudi 4 avril, la BoJ (Banque centrale du Japon) décide une importante modification de sa politique monétaire, pour essayer à nouveau de sortir de la déflation que le pays connaît depuis 15 ans : laissant bien sûr ses taux au plus bas, elle va mener dorénavant une politique de base monétaire et accroître ainsi sa création monétaire. Alors que l'objectif de la BCE est de ne pas dépasser sur le moyen terme une inflation de 2%, celui de la BoJ est d'atteindre au contraire ce niveau d'inflation de 2%, et ce dans les deux ans. Il en est attendu une relance, essentiellement par les exportations grâce à une dépréciation du yen. D'ailleurs, sitôt l'annonce faite de ce changement de politique monétaire, la monnaie japonaise est en effet nettement orientée à la baisse.

Ce même jour, la BCE décide le maintien de ses taux directeurs (l'inflation est à 1,7%) et M. Draghi se montre peu optimiste concernant le calendrier de la reprise de l'activité dans la zone euro et se dit prêt à agir pour soutenir l'économie : il se pourrait donc que la BCE baisse ses taux dans

L'EURO

les mois prochains, mais de toute façon le taux de change de l'euro s'en ressent immédiatement. Sur les marchés financiers, la 1^{ère} semaine se termine sur des performances négatives, après des hauts et des bas en cours de semaine : -1,82% pour le CAC40 (à 3663 points), -1,75% pour le DAX30, -2,53% pour le Footsie, -0,09% pour le Dow Jones, -1,95% pour le Nasdaq et +3,51% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2992\$.

Le mercredi 10, la Commission européenne publie une étude consacrée aux déséquilibres macroéconomiques dont souffre la France, en mettant l'accent sur ses problèmes de compétitivité, donc de déséquilibre extérieur et sur l'importance de son endettement public. Elle préconise en particulier des politiques en faveur de la rentabilité des entreprises, de la recherche et de l'innovation.

Le jeudi 11, les responsables de Chypre révèlent que le sauvetage économique de l'île va en fait coûter 23 milliards au lieu des 17 prévus initialement parce que la récession est plus forte que prévu, d'où des besoins financiers accrus. Le sur-coût va peser sur les gros déposants, il y aura des augmentations d'impôts et des privatisations, et la Banque centrale chypriote va vendre une partie de son or : l'avenir économique de Chypre va encore s'assombrir. Cette perspective de vente d'or, à laquelle s'ajoutent des perspectives défavorables pour la croissance mondiale, amplifiées par de mauvais résultats pour l'économie chinoise, affecte durement le cours de l'or qui connaîtra le 15 avril une chute jamais enregistrée depuis 1983.

Ce même jeudi, le FMI exprime ses inquiétudes, essentiellement sur deux points : d'une part, sur l'importance que prend le « shadow banking » parce qu'il y a de plus en plus de transferts de risques vers lui venant du système bancaire « normal », et d'autre part, sur la nécessité d'intensifier l'assainissement des bilans des banques de la zone euro, en priorité de celles qui sont très soumises aux dettes souveraines et qui accumulent beaucoup de créances douteuses, provenant en particulier du monde de l'immobilier.

Au cours de cette deuxième semaine, un débat s'instaure au sein même du gouvernement français à propos de la politique économique suivie : C. Duflot, A. Montebourg et B. Hamon pointent les dangers de la politique de rigueur : selon le ministre du redressement productif, « le sérieux budgétaire, s'il tue la croissance, n'est plus sérieux mais absurde et dangereux. (...) Il est plus que temps d'ouvrir le débat sur cette politique européenne qui conduit l'Union à la débâcle ». Le nouveau ministre du budget (B. Cazeneuve), le premier ministre puis même le Président de la République, qui considère que la politique actuellement menée n'est pas une politique d'austérité et qu'il n'est pas question de changer de cap. Notons que lors du conseil national du PS qui se tiendra à Paris le 13 avril, de très nombreux participants ont applaudi la cinquantaine de salariés grévistes de l'usine de PSA à Aulnay-sous-Bois venus manifester contre ce qu'ils appellent « la trahison » du gouvernement.

La deuxième semaine se termine sur les places boursières par des performances en hausse : +1,80% pour le CAC40 (à 3729 points), +1,12% pour le DAX30, +2,15% pour le Footsie, +2,06 pour le Dow Jones, +2,84% pour le Nasdaq et +5,08% pour le Nikkei, ces résultats, et bien évidemment en particulier le dernier, montrent l'effet qu'a la récente décision de la BoJ. L'euro cote 1,3113\$.

Au cours de la troisième semaine, des prévisions contradictoires sont faites pour la croissance de l'économie française en 2013. D'un côté, le gouvernement prévoit une croissance de 0,1% pour 2013 et de 1,2% pour 2014. D'un autre côté, le tout nouveau Haut Conseil des finances publiques, l'OFCE et le FMI prévoient pour 2013 une récession aux alentours de -0,1%. Certes, l'écart de prévision est faible, et par conséquent sujet à caution. Mais il n'en demeure pas moins vrai que depuis plusieurs mois le gouvernement français a tendance à baser ses décisions sur des prévisions qui pêchent par optimisme. Après avoir dit que c'est fin 2013 que l'objectif de 3% de déficit public serait réalisé, on l'a reporté fin 2014, en fixant à 3,7% l'objectif de déficit pour fin 2013 : ainsi, la France fait-elle partie des 6 pays qui demandent à la Commission un délai supplémentaire pour faire passer leur déficit sous la barre des 3%. En somme, comme le dit le Commissaire européen aux affaires économiques, « le rythme d'ajustement budgétaire en Europe s'est déjà ralenti depuis 2012 ». Plus même, on est en train en France de battre des records à la fois en matière de dépenses publiques (56,9%), de prélèvements (46,5%) et de dette publique (94,3%), ce qui excède le seuil considéré comme critique, même en admettant les erreurs de calcul de Reinhart et Rogoff. Tout cela complique la réalisation des objectifs affichés et des engagements pris, d'où l'alourdissement du

L'EURO

climat de défiance, alors que l'on sait que la confiance des agents privés (ménages et entreprises) est un moteur indispensable pour le redressement.

Pour réduire d'un point de PIB le déficit public, c'est-à-dire d'une vingtaine de milliards, le gouvernement table pour 2014 sur une réduction des dépenses publiques de 14 milliards (avec notamment des réformes concernant notre système de protection sociale, en attendant celle des retraites...) et sur une nouvelle augmentation des impôts de 6 milliards, alors qu'il s'était engagé à ne plus les augmenter... Rappelons ici notre simulation faite plus haut (dans l'annexe qui clôt l'année 2012), qui indique que pour réduire d'un point de PIB le déficit, il convient de réduire concrètement ce déficit de 50 milliards et non de 20 puisqu'il faut prendre en compte le multiplicateur ex post et non le multiplicateur ex ante. Et il faut pouvoir assumer toutes les conséquences à court et à long terme d'une telle politique.

Vendredi 19, deux informations essentiellement : d'une part, la réunion du G20 à Washington qui débouche sur un consensus sur l'échange automatique d'informations bancaires pour lutter contre les paradis bancaires et fiscaux et aussi sur la nécessité de soutenir la croissance, y compris en assouplissant les politiques d'austérité ; d'autre part, la dégradation d'un cran de la dette publique du Royaume-Uni par Fitch, à AA+, après que Moody's l'ait fait fin février.

La fin de cette troisième semaine est marquée sur les places financières par un certain désappointement à cause de la situation décevante à la fois de l'économie mondiale et de la zone euro, dont les politiques minent la croissance, ce qui se répercute partout ailleurs, et aussi à cause de la fausse rumeur de la mort de G. Soros, de la vraie perte (sur l'or) de J. Paulson et de la contestation des travaux de Reinhart et Rogoff (voir plus haut notre annexe pour la fin de l'année 2012) : -2,07% pour le CAC40 (à 3652 points), -3,68% pour le DAX30, -1,53% pour le Footsie, -2,14% pour le Dow Jones, -2,70% pour le Nasdaq et -1,25% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3052\$.

La fin du mois est marquée par trois mauvaises nouvelles pour la zone euro. D'abord, une sorte de fronde du PS français et de certains responsables politiques importants du pouvoir, comme le Président de l'Assemblée nationale, à l'encontre de la politique allemande et même de la personne de la chancelière, A. Merkel. On parle « d'intransigeance égoïste » et on demande un « affrontement démocratique ». Les commentateurs s'inquiètent au sujet de la posture du Président Hollande parce que c'est de toute façon grave, qu'il ait avalisé, ou qu'il ait été mis au courant et qu'il n'ait rien voulu ou pu faire ou encore qu'il n'ait pas été mis au courant si c'est le cas. Ensuite, il semble que l'Espagne affiche des prévisions de déficit totalement irréalistes et ses données statistiques sont de plus en plus contestées. Enfin, il est révélé que la Banque centrale d'Allemagne a envoyé un rapport à la Cour constitutionnelle, à la fin de 2012, pour dénoncer la politique d'OMT de la BCE envers les pays en difficulté de la zone euro : les rachats de titres que celle-ci fait remettre en cause le principe de son indépendance. Paradoxalement, et doublement, la chancelière fait pratiquement dans le même temps une analyse où elle souhaite une hausse des taux directeurs : d'abord, c'est la première fois que l'Allemagne émet directement une opinion sur la politique monétaire, ce qui est une entorse à un principe qu'elle est pourtant la première à défendre, et ensuite, il est demandé à la BCE d'augmenter ses taux alors que tout le monde table sur une baisse...

C'est d'ailleurs cette baisse prévue qui dope les marchés financiers : +4,33% pour le CAC40 (à 3810 points), +4,76% pour le DAX30, +2,22% pour le Footsie, +1,33% pour le Dow Jones, +2,28% pour le Nasdaq et +4,26% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3030 \$.

• Mai 2013 ->

Le jeudi 2 mai, la BCE baisse ses taux directeurs : le « refi » passe à 0,50%, le taux de la facilité de prêt marginal passe à 1% et celui de la facilité de dépôt reste à 0%. Lors de sa conférence de presse, M. Draghi a affirmé très clairement qu'au-delà de cette baisse des taux, qui « devrait contribuer à soutenir les espoirs d'une reprise plus tard dans l'année », la BCE était prête à agir si la situation l'exigeait. Devant une telle détermination, les marchés sont plutôt rassurés ; il n'empêche que certains experts craignent qu'après de telles déclarations qui renvoient à l'OMT augmente le risque d'aléa moral.

Vendredi 3 mai : alors que le ministre français avait fixé il y a peu de temps comme objectif pour 2014 un déficit de 2,9% –alors qu'initialement le Président avait promis de passer sous les fameux

L'EURO

3% d'ici fin 2013- la Commission européenne prévoit que le déficit public français ne pourra pas descendre en dessous de 4,2% en 2014, et accorde de ce fait à notre pays un délai supplémentaire de 2 ans, donc jusqu'à fin 2015, pour passer sous la barre des 3% (un même délai supplémentaire est accordé aussi à l'Espagne). Deux remarques sont à faire. D'abord, la Commission fait triplement preuve de réalisme : quant à la situation des finances publiques de la France, quant à l'état actuel de la croissance européenne, et parce qu'il lui était difficile de faire autrement, vu que cela serait trop dangereux pour toute la zone de mettre en difficulté la deuxième économie de la zone. Ensuite, cette décision donne certes davantage de marge de manœuvre au gouvernement français pour trouver le bon mix entre redressement des finances et relance de l'économie, mais encore faut-il, selon les tenants de la rigueur, que cet oxygène qui lui est apporté ne le distraie pas des efforts budgétaires et des réformes nécessaires qui s'imposent de toute façon. D'ailleurs, le Président du Conseil européen prévient bien que cela « ne va pas sans contreparties » : il y a donc une forme de conditionnalité. Ces contreparties doivent être déterminées d'ici la fin du mois et, en attendant, des négociations serrées ont lieu entre Paris et Bruxelles, sous l'œil inquiet de Berlin qui se fait de plus en plus de souci sur les capacités de la France à se réformer. Bruxelles officialisera le 29 mai la liste des réformes que la France doit s'engager à faire pour bénéficier de ce délai de grâce. Ces réformes concernent la durabilité du système de retraite, la flexibilité du marché du travail, le coût du travail, la libéralisation des services, l'environnement des entreprises et la simplification de la fiscalité (pour voir le document complet : http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/nd/csr2013_france_fr.pdf). Il est à parier que les marchés financiers scruteront la manière dont la France réalisera ce programme de réformes structurelles et de leur opinion dépendra l'évolution des taux qui, pour l'instant restent très avantageux. Surtout que l'étude que publiera en juin le service Recherche économique de Natixis et qui compare les situations du chômage en France, Espagne et Italie, conclut que la hausse du chômage n'est pas due en France aux politiques restrictives mais bien au manque de réformes structurelles (<http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=70563>).

La première semaine du mois de mai se termine encore par des gains sur les places boursières : +2,7% pour le CAC40 (à 3913 points), +3,93% pour le DAX30, +1,48% pour le Footsie, +1,78% pour le Dow Jones, +3,03% pour le Nasdaq, mais -1,08% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3114\$.

Dans son édition du 11, Le Monde fait paraître un article du Professeur J.-P. Vesperini intitulé « Sortons de l'euro pour sauver l'Europe ». Selon l'auteur, il y a très peu de chances qu'un compromis durable soit trouvé entre la France et l'Allemagne, tant leurs objectifs et leurs préoccupations sont différents et même opposés, et il est probable que l'un des deux pays impose en définitive ses vues. « Il est d'ailleurs logique que la fin de l'euro constitue le dénouement de la tragédie franco-allemande puisque c'est la création de l'euro elle-même qui est à l'origine de cette tragédie. En effet, en faisant perdre à chaque État de la zone d'abord sa souveraineté monétaire et maintenant sa souveraineté budgétaire, l'euro aboutit à ce qu'aucune État ne puisse suivre la politique économique qui est adaptée à son économie. L'euro empêche la correction des déséquilibres. En maintenant et en amplifiant les déséquilibres, l'euro crée une divergence croissante entre les États de la zone ». Notons que dans leur édition du 17, Les Echos publient l'opinion de G. Koenig : « récusant à la fois les irresponsables de la relance et ceux de l'austérité, nous proposons une troisième voie : mettre en œuvre une restructuration préventive et ordonnée de la dette française. (...) La restructuration de la dette n'est bien sûr pas une panacée en soi, mais l'instrument d'un nouveau départ économique et social. Elle ne ferait sens que si elle était accompagnée de réformes structurelles majeures, réformes qui ont un coût important et que seules les marges de manœuvre dégagées permettraient de mener à bien ». Notons qu'également dans Les Echos, mais des 13 et 14 septembre 2013, Bruno Colmont, professeur à l'Université de Louvain, s'alarmant que les dettes souveraines de la zone euro atteindront presque 100 % et estimant que la sortie de cette crise n'est pas possible par la croissance - qui ne vient pas - ni par l'inflation - que l'Allemagne refuse - la seule possibilité qui reste est celle de leur effacement.

Le jeudi 16 mai, lors d'une conférence de presse, F. Hollande annonce que « l'an deux, ce doit être l'offensive », et, pour l'illustrer, déclare que « [son] devoir est de sortir l'Europe de sa langueur ». Pour cela, il prend l'initiative dans quatre directions : la création d'un gouvernement économique pour la zone euro, qui se réunirait tous les mois autour d'un véritable président nommé pour une durée longue, un plan pour l'insertion des jeunes, l'installation d'une communauté européenne de

L'EURO

l'énergie et le lancement d'une nouvelle étape d'intégration européenne « avec une capacité budgétaire qui serait attribuée à la zone euro, et la possibilité progressive de lever l'impôt ». "Le gouvernement économique que souhaite F. Hollande –comme son prédécesseur à l'Élysée avant lui- débattrait des principales décisions de politique économique à prendre par les États membres, harmoniserait la fiscalité, commencerait à faire acte de convergence sur le plan social, par le haut, et engagerait un plan de lutte contre la fraude fiscale". Se disant « disposé à donner du contenu à l'Europe politique », F. Hollande répond ainsi aux propositions plusieurs fois faites par l'Allemagne et, en affirmant que « le couple franco-allemand est indispensable à l'Europe », il adoucit la « tension amicale » avec l'Allemagne qu'il voulait entretenir au mois de mars.

Ce même 16 mai, Eurostat publie un communiqué sur le taux d'inflation annuel de la zone euro en avril : il a été de 1,2% contre 1,7% en mars, et contre 2,6% un an auparavant. Pour l'UE tout entière, ces chiffres sont respectivement de 1,4% contre 1,9% et 2,7%. Par rapport à mars, l'inflation annuelle a baissé dans 24 États membres. Certains économistes s'inquiètent d'une telle baisse du niveau général des prix qui, selon eux, nous fait courir d'ores et déjà le risque de déflation, surtout que cette baisse s'accompagne de récession (le PIB de la zone euro est en recul de 0,2% pour le 1^{er} trimestre de l'année, ce qui correspond au 6^{ème} trimestre consécutif, ce qui fait de cette période la plus longue depuis qu'existe le suivi statistique, en 1995) ; à cela s'ajoute une autre information statistique défavorable : dans la zone euro, les crédits au secteur privé ont diminué de 0,9% annuellement en avril, ce qui correspond au 12^{ème} mois d'affilée de baisse.

La fin de la deuxième semaine est marquée sur les marchés financiers par de belles performances, le Dow Jones dépassant les 15 000 points : +1,04% pour le CAC40 (à 3954 points), +1,92% pour le DAX30, +2,54% pour le Footsie, +0,97% pour le Dow Jones, +1,72% pour le Nasdaq et +5,86% pour le Nikkei. L'euro cote 1,299\$. La progression des indices se confirme lors de la troisième semaine du mois : + 1,20% pour le CAC40, qui dépasse ainsi le seuil des 4000 points, +1,44% pour le DAX30, +1,48% pour le Footsie, +1,56% pour le Dow Jones, +1,82% pour le Nasdaq et +3,63% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2839\$. La quatrième semaine marque un net retournement sur les marchés financiers : -1,11% pour le CAC40 (à 3957 points), -1,10% pour le DAX30, -1,02% pour le Footsie, -0,33% pour le Dow Jones, -1,14% pour le Nasdaq et -3,47% pour le Nikkei. Tout se passe comme si les marchés financiers revenaient sur terre et prenaient conscience des difficultés que connaissent l'économie mondiale en général, y compris la Chine, mais surtout la zone euro qui s'enfonce dans la récession. L'euro cote 1,3017\$.

Comme il est indiqué plus haut, la Commission de Bruxelles publie le 29 mai ce qu'elle exige de la France en contrepartie du délai qu'elle lui accorde pour réaliser l'objectif d'un déficit public inférieur à 3% du PIB. Le Président français réagit aussitôt : « en ce qui concerne les réformes structurelles, c'est à nous, et à nous seuls, de dire quel sera le bon chemin pour atteindre l'objectif ».

Le 30 mai, lors d'une rencontre à Paris entre F. Hollande et A. Merkel, on assiste à un rapprochement relativement inattendu de la position allemande sur celle de la France : la Chancelière se déclare en effet favorable à l'idée d'un gouvernement économique de la zone euro pour qu'il y ait davantage de coordination des politiques économiques. Selon F. Hollande, cette coordination concernerait essentiellement l'harmonisation des systèmes fiscaux, la politique sociale, avec des salaires minimaux, l'amélioration de la compétitivité, et la politique énergétique.

Comme le dit bien Le Monde dans son éditorial du 1^{er} juin, les positions françaises exprimées entre les 29 et 30 mai montrent que, comme il est déjà arrivé souvent, « quand il s'agit de l'Europe, l'ADN national est divisé : rhétorique souverainiste un jour, pratique proeuropéenne le lendemain ou le contraire ».

La semaine à cheval sur mai et juin se termine sur les places boursières par des performances en général négatives : -0,21% pour le CAC40 (à 3949 points), +0,52% pour le DAX30, -1,70% pour le Footsie, -1,17% pour le Dow Jones, -0,10% pour le Nasdaq et -5,73% pour le Nikkei, à cause d'incertitude sur les effets de l'expansion monétaire au Japon. L'euro cote 1,2997\$.

• Juin 2013 ->

Le jeudi 6 juin, la BCE laisse inchangés ses taux directeurs. Mais elle révise à la baisse sa prévision de croissance pour 2013 dans la zone euro, en estimant qu'il ne pourra pas y avoir un rebond avant

2014.

Le 6 juin aussi, le FMI publie une analyse de la crise grecque et du rôle qu'il y a joué. Certes, il critique le comportement des autorités européennes qui, pour diverses raisons, essentiellement politiques, ont englué le cas grec dans une crise qui aurait pu être traitée relativement facilement sans leurs atermoiements ; mais il reconnaît aussi ses propres erreurs, notamment en matière de prévisions de croissance. Il constate aussi que ses interventions l'ont écarté de ses principes d'action habituels puisque d'une part l'aide qu'il a consentie à la Grèce représente plus de 3200% du quota de ce pays et que d'autre part il n'est pas intervenu seul ou en duo avec la Banque mondiale mais avec la Commission européenne et la BCE pour former la fameuse « troïka ». D'ailleurs, les dissensions au sein de la troïka ont été une cause importante de l'aggravation de la crise grecque. Il faut en tirer deux leçons principales : d'abord, il faut revoir la gouvernance d'une telle troïka et ensuite, il faut réformer le fonctionnement du FMI qui n'a pas, à un moment où l'économie mondiale se régionalise de plus en plus, les moyens de se porter au secours de plusieurs pays à la fois. Soulignons ici l'importance que revêt cette question de la gouvernance de la troïka : c'est à cause des dissensions existant en son sein que la crise grecque a pris les proportions que l'on sait et qu'elle s'est diffusée à d'autres pays du Sud. Il ne faut donc pas être surpris que certaines personnalités remettent clairement en cause la troïka et préconisent même son abandon, en demandant au FMI de se recentrer sur ses missions de base.

À la fin de la première semaine de ce mois de juin, le Président Hollande demande à l'issue de sa visite au Japon de « bien comprendre que la crise de la zone euro est terminée » et souhaite être « un acteur majeur pour qu'il puisse y avoir un accord de partenariat économique entre l'Europe et le Japon ». Il se dit aussi favorable à la politique macroéconomique menée depuis quelques semaines par le Japon et qui se traduit d'ores et déjà par un redressement de ses performances. Cette politique, surnommée « abenomics » puisqu'elle est menée sous l'égide du premier ministre Shinzo Abe, entré en fonction tout à la fin de 2012, est dite aussi politique des « trois flèches » dans la mesure où elle combine une forte création monétaire, une politique budgétaire également expansive et une stratégie délibérément tournée vers la croissance.

Les marchés boursiers européens évoluent dans la foulée de Tokyo : le Nikkei perd 6,51%, le CAC40 1,92% (à 3873 points), le DAX30 1,13%, le Footsie 2,60% mais les places américaines restent dans le vert : +0,88% pour le Dow Jones et +0,38% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3219\$.

Le mardi 11 juin, la Cour constitutionnelle allemande commence l'examen de plaintes déposées contre le MES et l'OMT qui enfreindraient l'interdiction faite à la BCE d'aider les États membres et seraient donc incompatibles avec la Loi fondamentale allemande qui insiste sur l'indépendance de la Banque centrale.

Il faut malgré tout reconnaître que depuis l'annonce de l'OMT en septembre 2012, la situation de la zone euro s'est bien rétablie et que les taux imposés par les marchés aux pays en difficulté se sont nettement réduits. Et pourtant, le dispositif de l'OMT n'a toujours pas été utilisé : c'est une arme de dissuasion qui révèle mois après mois son efficacité.

À la fin de la deuxième semaine, les places boursières restent sur leur tendance baissière : -1,48% pour le Nikkei, -1,74% pour le CAC40 (à 3805 points), -1,54% pour le DAX30, -1,62% pour le Footsie, -1,17% pour le Dow Jones et -1,32% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3346\$.

Le mercredi 19, le Président de la FED, Ben Bernanke annonce pour la fin de cette année, l'arrêt progressif de sa politique monétaire très accommodante quant aux rachats des Bons du Trésor et de titres hypothécaires -les taux directeurs devant cependant rester très bas tant que la situation de l'emploi ne s'améliore pas ; tout en affirmant qu'il pourrait renoncer à ce « sevrage monétaire » si la situation l'exigeait, de manière à ménager les marchés. Il n'empêche que les places boursières (sur)réagissent aussitôt aux déclarations de B. Bernanke, mercredi et jeudi : à la fin de troisième semaine du mois, elles enregistrent de fortes baisses, mis à part celle de Tokyo. Nikkei + 4,28%, CAC40 -2,02% (à 3728 points), DAX30 -2,21%, Footsie -1,45%, Dow Jones -2,75%, Nasdaq -2,34%. L'euro cote 1,3122\$. Mais les déclarations de Ben Bernanke vont avoir un effet plus lourd de conséquences : les taux d'intérêt auxquels se négocient les dettes souveraines grimpent partout, y compris dans la zone euro, en pénalisant en particulier ses pays les plus fragiles. Ainsi, pour le Portugal, le taux à 10 ans est passé à 6,67% le 25 (il est monté à 1,81% en Allemagne, à 2,44% en France et à 5,09% en Espagne), alors qu'un taux de 7% peut rendre la dette portugaise carrément insoutenable. Or, dans les jours qui suivront, le Portugal connaîtra une crise politique qui fera

L'EURO

bondir le taux à près de 8% le 3 juillet ; ce qui fait craindre une récidive de la crise des dettes souveraines dans la zone euro. On apprend en même temps que l'économie irlandaise est retombée en récession depuis le début de cette année, et cela à cause essentiellement du ralentissement économique de ses partenaires européens. À cela s'ajoute l'inquiétude qu'ont les investisseurs concernant l'évolution de la situation de plusieurs pays émergents : « les grands émergents vacillent » comme titre le journal Le Monde du mardi 25. Sur ce point, il convient de relativiser la baisse de régime des émergents dans la mesure où on compare leurs performances actuelles à celles des années 2000. Or, ces années 2000 ont correspondu pour eux à une décennie exceptionnelle (voir la chronique de J.-P. Petit dans Le Monde du 9 juillet). La conséquence qu'il faut en tirer est que les économies émergentes qui ont été de puissants moteurs de la croissance mondiale pendant la décennie 2000 ne pourront pas jouer un rôle aussi déterminant dans la décennie actuelle ; au point que désormais les économies occidentales reprennent un rôle important dans la croissance mondiale, d'où l'attrait de plus en plus net que celles-ci présentent pour les investisseurs et les marchés.

Le 27, la Cour des comptes présente son rapport sur la situation et les perspectives des finances publiques (<http://www.ccomptes.fr/Publications/Publications/Situation-et-perspectives-des-finances-publiques-2013>) : de très gros efforts doivent être faits pour respecter l'engagement d'avoir un déficit inférieur à 3% du PIB en 2015 (au lieu de 2013). Comme la marge de manœuvre est très faible sur les recettes, c'est au niveau des dépenses que ces efforts doivent porter en priorité. Cela semble a priori particulièrement difficile puisqu'on est encore en récession et que des décisions récentes entrent en contradiction avec cet objectif : augmentation des dépenses sociales, recrutement important – quantitativement - d'enseignants, réformette des niches fiscales en faveur des DOM-TOM, etc. Le budget 2014 pourra-t-il éviter, en respect des engagements pris, d'augmenter à nouveau les prélèvements obligatoires ? Ce serait bien de partager le relatif optimisme qu'adopte O. Blanchard, chef économiste du FMI, dans un entretien donné au Monde (édition du 30 juin-1^{er} juillet), quand il considère que les freins qui brident la croissance française ont des chances d'être prochainement desserrés : le frein monétaire est desserré depuis longtemps, le frein bancaire l'est aussi, le frein budgétaire le sera peut-être en 2014. « Reste le frein de l'absence de confiance en l'avenir, qui explique clairement une partie de la faiblesse de la croissance ». Et on sait que la sinistrose peut avoir de redoutables effets auto-réalisateurs.

Les 27 et 28 juin, Conseil européen des 27 à Bruxelles. J.M. Barroso annonce qu'un « accord politique » a été trouvé avec les Parlement européens sur le budget européen de 2014-2020 : les chefs d'État et de gouvernement entérinent cet accord. Surtout, le Conseil décide de consacrer davantage de crédits à la lutte contre le chômage des jeunes (6 milliards € sur 2 ans), de faciliter l'accès au crédit des PME et de faire de l'union bancaire une « priorité absolue pour la stabilité financière ».

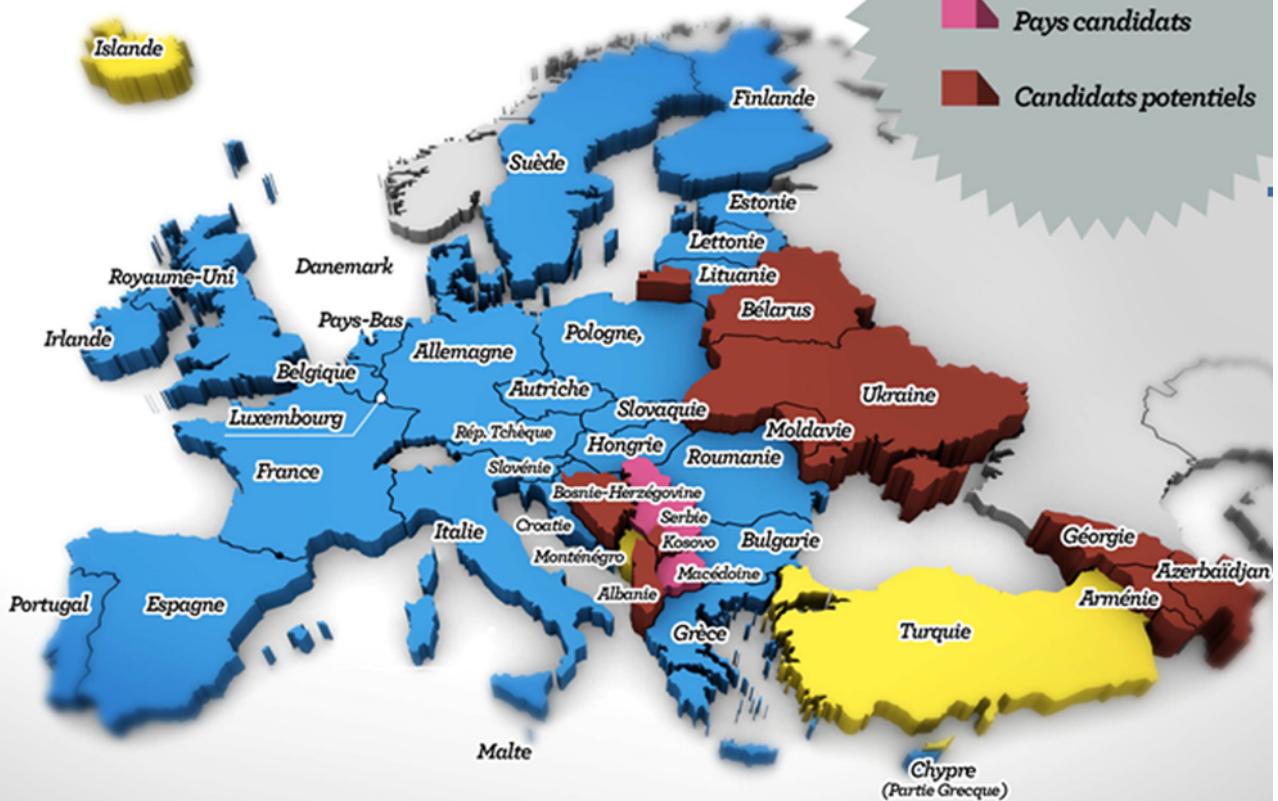
À l'approche des élections législatives dans son pays en septembre, et en tenant compte des difficultés pour faire accepter par les partenaires la révision des traités, la chancelière allemande semble changer de cap. Non seulement sur le plan intérieur en proposant des mesures défendues par le parti social-démocrate (SPD) telles que l'instauration d'un SMIC, mais aussi sur le plan européen : elle renoncerait - au moins provisoirement - à sa vision fédérale de l'Europe pour se rapprocher de la conception - notamment française - d'une Europe des États avec la mise en place d'un gouvernement économique pour la zone euro, la nomination d'un Président « à temps plein » pour l'Eurogroupe et une réforme du MES pour faire de ce fonds de secours, piloté par les États, le dispositif central du traitement des crises bancaires, ce qui, au passage, permettrait de respecter les exigences de la Cour constitutionnelle. Il est évident que ce changement de cap ne peut pas être du goût des autorités bruxelloises...

• Juillet 2013 ->

1^{er} juillet : la Croatie devient le 28^{ème} membre de l'UE.

L'UE s'étend encore plus vers l'est

La Croatie devient le 28^e pays à rejoindre l'Union européenne le 1^{er} juillet. Plusieurs pays attendent toujours leur tour. Voici un état des lieux des États membres et de ceux qui espèrent rejoindre l'UE à l'issue d'un processus qui prend parfois l'allure d'un parcours du combattant.



Source : <http://tempsreel.nouvelobs.com/monde/20130627.OBS4984/carte-l-union-europeenne-s-etend-encore-plus-vers-l-est.html>

3 juillet, conférence à Berlin pour la mise en œuvre des mesures pour lutter contre le chômage des jeunes, décidées lors du Conseil européen des 27 et 28 juin. Les Allemands et les Français ont une vision différente sur la formation à donner aux jeunes : alors que les premiers privilégiennent l'alternance, les seconds préfèrent miser sur des formations essentiellement académiques, sans relation directe avec les milieux d'affaires.

Jeudi 4, non seulement la BCE laisse inchangés ses taux directeurs mais elle dit qu'elle les maintiendra ainsi très bas « pour une période prolongée ». Cette annonce marque un changement important dans le mode de communication de la BCE puisqu'elle n'avait pas du tout l'habitude de s'engager ainsi (J.-C. Trichet avait eu cette formule : « we never precommit » : nous ne nous engageons jamais sur l'avenir). Elle se rapproche donc de la Fed qui donne des lignes directrices (« forward guidance »), depuis août 2011, pour nourrir les anticipations des investisseurs. La Banque d'Angleterre adopte elle aussi le même type de communication et a la même stratégie de politique monétaire très accommodante. Par conséquent, si les deux grandes Banques centrales européennes (BCE et BoE) rejoignent la Fed en ce qui concerne l'importance de la communication, les positions en matière de politique monétaire ne sont plus exactement les mêmes des deux côtés de l'Atlantique depuis les récentes déclarations du Président de la Fed : la BCE et la BoE promettent des taux très bas pour encore longtemps alors que la Fed annonce la fin prochaine de sa

L'EURO

politique accommodante (notons cependant que, pour rassurer en particulier les investisseurs suite à ses déclarations du 19 juin, Ben Bernanke a profité d'un discours fait le 10 juillet devant le Bureau américain de la recherche économique pour affirmer qu'« étant donné que l'inflation est basse et le chômage élevé, « l'économie américaine a besoin dans un avenir proche d'une politique monétaire très accommodante » ; il réitérera le 17 ce souci devant la commission des services financiers de la Chambre). Mais la BCE ne précise pas, comme le fait la Fed - et comme vient de le décider aussi la BoE -, en fonction de quels critères macroéconomiques - tels que le taux de chômage - elle sera amenée à faire évoluer sa politique monétaire. En tous les cas, la position commune de la BCE et de la BoE a le mérite de détendre immédiatement les taux sur les marchés : ainsi, celui imposé au Portugal redescend-il à 7,05%. En effet, la déclaration du Président de la Fed laisse les investisseurs anticiper une hausse des taux longs non seulement aux États-Unis mais, dans la foulée, aussi dans la zone euro. Or, s'il en était ainsi, les pays européens déjà en difficulté auraient beaucoup de mal à supporter une telle hausse ; d'où la déclaration du Président de la BCE de maintenir bas ses taux « pour une période prolongée ».

Sur les places boursières, la première semaine de juillet se termine sur des performances mitigées parce qu'elles sont la résultante de bonnes nouvelles venant du chômage aux États-Unis et des intentions de la BCE et de la BoE et des nouvelles moins favorables venant de la Fed et de la situation de grands émergents : +4,63% pour le Nikkei, +0,40% pour le CAC40 (à 3754 points), -1,93% pour le DAX30, +2,58% pour le Footsie, +1,07% pour le Dow Jones, +1,31% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,283\$: cette baisse relative de la monnaie unique est une autre conséquence – plutôt positive pour l'économie européenne – de la position prise par la BCE.

Lundi 8, ouverture à Washington des négociations entre les États-Unis et l'Union européenne sur un accord de libre-échange transatlantique, appelé indifféremment (Transatlantic Free Trade Agreement), TTIP (Transatlantic Trade and Investment Partnership) ou PTCI (Partenariat transatlantique de commerce et d'investissement), ou encore plus simplement « GMT » pour « grand marché transatlantique », qui est en définitive une version modifiée de l'AMI (Accord multilatéral sur l'investissement) négocié entre 1995 et 1997 et qui pourrait reproduire le modèle du Trans-Pacific Partnership (TPP) dont le traité initial a été signé en juin 2005. Les négociations vont sans doute prendre plusieurs années, de quoi apaiser les inquiétudes que cet accord soulève en Europe.

Dans son intervention du 14 juillet, le Président français affirme « la reprise, elle est là » pour lutter contre la sinistrose ambiante (mais il nuancera cette affirmation lors d'un dîner avec la presse présidentielle 4 jours plus tard en précisant que la croissance ne viendra qu'en 2014 et P. Moscovici, ministre de l'économie, dit que « nous sommes en sortie de récession »). Et il reconnaît qu'une augmentation de la pression fiscale sera peut-être nécessaire en 2014, en contradiction avec son engagement du 16 mai. Il a par ailleurs réaffirmé que tant qu'il sera Président de la République, « il n'y aura pas d'exploration du gaz de schiste en France ».

À la fin de la 4^{ème} semaine, les indices boursiers montrent globalement de petites variations mais contrastées : le Nikkei -3,15%, le CAC40 +0,72%, le DAX30 -0,46%, le Footsie -0,70%, le Dow Jones +0,05%, le Nasdaq -0,17%. L'euro cote 1,3277\$ après avoir coté 1,3143 le 19 et 1,3067 le 12.

Étant donné les progrès réalisés par l'État grec, y compris en matière de réduction des effectifs de fonctionnaires et de réforme fiscale, d'où encore d'importantes manifestations, une nouvelle aide va lui être versée d'ici la fin du mois : 4 milliards d'euros par le FESF et 1,8 par le FMI.

• Août 2013 ->

Le 1^{er}, réunion comme chaque premier jeudi de mois du Conseil des gouverneurs de la BCE. Les taux directeurs restent inchangés (une nouvelle baisse éventuelle n'a même pas été évoquée). Suite au changement de stratégie de communication du mois précédent, son Président M. Draghi confirme son engagement de « forward guidance » en précisant qu'il vaut jusqu'à nouvel ordre mais qu'il ne sera pas nécessairement respecté systématiquement à chaque fois. De plus, il évoque la possibilité d'aller plus loin en publiant les comptes-rendus des réunions du Conseil ; cela sera discuté à l'automne. En ce qui concerne la situation de la zone euro, M. Draghi estime qu'elle est meilleure qu'il y a un an, que de « gros progrès ont été faits », mais que les efforts budgétaires que

L'EURO

font les pays pour rééquilibrer leurs finances publiques « vont continuer à peser sur l'activité économique », avec tous les risques que cela entraîne : la prudence s'impose donc.

La première semaine se termine sur les places boursières par des performances plutôt satisfaisantes : le CAC40 dépasse ainsi les 4000 points et les indices américains enregistrent de nouveaux records historiques parce que les investisseurs ont confiance dans la reprise économique. L'euro cote 1,3279\$ le vendredi 2.

Au début de la deuxième semaine, le FMI fait paraître des « bilans de santé économique » pour la France (le 5) et pour l'Allemagne (le 6).

Pour la France, le FMI estime que la reprise économique dépend essentiellement du niveau de confiance des agents économiques - en adoptant une politique économique plus lisible et en décidant une clarification fiscale - et du degré de compétitivité de l'économie, d'où la nécessité de réformes profondes portant en priorité sur la réduction des prélèvements sur les salaires, sur le marché du travail, sur la formation professionnelle, sur le renforcement de la concurrence sur les marchés de biens et services, sur la réduction des déficits sociaux –avec la question de la réforme des retraites - et sur l'assainissement du secteur bancaire.

Pour l'Allemagne, le FMI estime que sa politique de rigueur budgétaire et les conséquences négatives qu'a sur ses exportations la récession dans toute la zone euro fragilisent sa situation économique et assombrissent quelque peu ses perspectives d'évolution ; d'où la recommandation de surtout ne pas renforcer la rigueur budgétaire et de fonder davantage la croissance sur la demande intérieure. Selon le FMI, le système bancaire allemand doit être restructuré.

En ce qui concerne d'ailleurs les banques européennes en général, le FMI s'est alarmé dans un document d'avril sur la fragilité de beaucoup d'entre elles. Un cercle vicieux risque d'en découler : en cette période de basse conjoncture, les banques sont d'autant plus prudentes, ce qui rejaillit négativement sur leur politique de crédit, et d'un autre côté, les agents économiques ne sont pas tentés d'accroître leur demande de crédits, ce qui met encore plus à mal la profitabilité des banques. De surcroît, des facteurs structurels s'ajoutent à cette dimension conjoncturelle : le système bancaire européen n'a toujours pas tiré toutes les leçons que lui imposent la crise des subprimes et la crise des dettes souveraines en ce qui concerne ses modes d'organisation et de gouvernance.

À la fin de la deuxième semaine, les indices boursiers marquent au contraire des évolutions plutôt négatives : - 5,88% pour le Nikkei, + 0,76% pour le CAC40 (à 4076 points), - 0,82% pour le DAX30, - 0,97% pour le Footsie, - 1,49% pour le Dow Jones, - 0,80% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3342\$.

Le samedi 10, la presse française relate l'essentiel du contenu d'un entretien donné par le ministre de l'économie P. Moscovici à un quotidien régional. Contrairement à une récente déclaration du Président de la République assurant que « la reprise est là », le ministre révise à la baisse la prévision de croissance pour 2013 (celle-ci serait comprise entre -0,1% et +0,1%, donc inférieure à la prévision de 0,1%, qui résultait elle-même d'une révision à la baisse de la prévision initiale de 0,8%), tout en prévoyant que 2014 sera la première année de croissance véritable depuis 3 ans. Et, en affirmant suivre les recommandations du FMI qui prône clairement une pause fiscale, il annonce néanmoins une augmentation - limitée à 0,3% du PIB - des prélèvements obligatoires pour 2014 ; ce qui est de surcroît contraire à un engagement du Président de la République...

Parce que le manque de réformes structurelles ne permet pas de diminuer significativement les dépenses publiques, il semble que le ministre français fasse naviguer sa politique fiscale entre deux objectifs contradictoires, garder la confiance de Bruxelles et des marchés et ne pas sacrifier encore davantage la confiance des Français. Alors qu'il assure que l'on est sorti de la récession – ce que vont confirmer quelques jours plus tard les chiffres de l'INSEE –, ce serait grave que cette ponction fiscale supplémentaire ait un effet récessionniste. Or, les travaux théoriques comme celui fait il y a tout juste un an par Alesina, Favero et Giavazzi en montrent la forte probabilité, et, même si les résultats du commerce extérieur sont moins mauvais au premier semestre 2013 qu'au second semestre 2012, on est toujours en déficit extérieur (30 milliards d'euros) et la demande intérieure reste le ressort essentiel de l'activité économique nationale et de la croissance (comme l'investissement est toujours dans le rouge, l'activité économique ne dépend que de la consommation des ménages ; celle-ci reste en ce moment positive essentiellement grâce, paradoxalement, aux dépenses énergétiques restées soutenues à cause du printemps « pourri », mais les dépenses d'alimentation et d'habillement sont mal orientées et les ménages sont obligés de puiser dans leur épargne). De plus, toute hausse des prélèvements obligatoires a des effets négatifs non seulement sur la demande mais également sur l'offre, surtout si les charges qui pèsent sur le travail sont

L'EURO

concernées par les augmentations ; d'où des enchaînements nocifs à court terme sur la profitabilité des entreprises, donc sur leurs investissements, sur la croissance, sur l'emploi et sur les finances publiques elles-mêmes, et à plus long terme sur la compétitivité. Au total, on peut craindre que le gouvernement français actuel commette les mêmes erreurs que celles faites au cours des années 1990 par ses prédécesseurs, de droite comme de gauche

Au milieu du mois, les statistiques produites par l'INSEE et par Eurostat sont plus favorables qu'attendu puisqu'elles sonnent la sortie de la récession à la fois de l'économie française et de l'économie de toute la zone euro. Il faut néanmoins rester prudent. D'abord, parce que les taux de croissance annoncés restent très modestes et que, pour ce qui concerne la France, avec un taux prévu pour l'année de +0,1% on est très en deçà du 1% et du 1,5% qu'il faut pour respectivement créer des emplois et faire diminuer le chômage ; ensuite parce qu'il faut savoir comment l'économie française pourra profiter de l'embellie au niveau européen.

Le 22, publication par le cabinet Markit de son indicateur PMI qui évalue l'activité du secteur privé dans la zone euro : sa hausse sur cinq mois consécutifs laisse penser que la reprise pourrait se confirmer au cours du troisième trimestre. La santé de l'économie allemande est le moteur principal de cette bonne orientation de l'activité dans la zone. Mais la question de savoir si la France va pouvoir en bénéficier reste entière et tout est loin d'être rose : l'endettement des pays du Sud reste important, la Grèce refuse toute accentuation de l'austérité et la restructuration de sa dette semble incontournable. D'ailleurs, la chancelière allemande n'a pas hésité à déclarer lors d'un meeting électoral le 28 que « la Grèce n'aurai jamais dû être admise dans la zone euro »

Sur les places boursières, les mois d'été se terminent globalement mieux que d'habitude, même si la dernière semaine d'août enregistre des performances mitigées : +0,08% pour le Nikkei, -1,32% pour le CAC40 (à 4069 points), +0,30% pour le DAX30, -0,12% pour le Footsie, -0,47% pour le Dow Jones et +1,53% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3382 \$ contre 1,3329 la semaine précédente.

En France, la fin du mois d'août est marquée de deux façons : l'annonce du projet de réforme des retraites et la montée d'une crainte du gouvernement et de la majorité - et du commissaire européen chargé des affaires économiques et monétaires - à propos des effets économiques et politiques de l'aggravation de la pression fiscale.

Sur le plan international, les tout derniers jours du mois d'août sont marqués par les tensions internationales liées à l'aggravation de la situation en Syrie au point qu'une intervention est envisagée. Les marchés d'actions réagissent par des baisses unanimes : -1,99% pour le Nikkei, -3,33% pour le CAC40 (à 3934 points), -3,73% pour le DAX30, -0,53% pour le Footsie, -1,33% pour le Dow Jones et -1,86% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3222\$.

• Septembre 2013 ->

Le jeudi 5, la BCE décide la statu quo pour ses taux directeurs. Dans sa conférence, il est à noter que le Président Draghi ne « partage pas l'enthousiasme » qui entoure la reprise parce qu'il estime que si les risques conjoncturels sont orientés à la baisse, de nouveaux dangers apparaissent, en particulier sur le plan géopolitique et dans le domaine des matières premières.

Comme avec la réunion du G20 à Saint-Pétersbourg le 6 s'éloignent les frappes militaires de la Syrie, la fin de la première semaine du mois se traduit sur les marchés par des performances positives, donc bien meilleures que lors de la dernière semaine d'août : +3,52% du Nikkei, +2,93% du CAC40 (à 4049 points), +2,13% du DAX30, +2,10% du Footsie, +0,76% du Dow Jones, +1,10% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3178\$. Il en est de même pour la seconde semaine : +3,92% pour le Nikkei, +1,61% pour le CAC40 (à 4114 points), +2,82% pour le DAX30, +0,56% pour le Footsie, +3,04% pour le Dow Jones et +1,70% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3294\$.

Le mercredi 18, la Fed rassure les investisseurs en maintenant sa politique de soutien à l'économie au travers de son programme de rachat mensuel de 85 milliards \$ de bons du Trésor et de titres hypothécaires, alors que nombreux étaient ceux qui avaient anticipé une réduction de ce programme, suite aux déclarations faites par Ben Bernanke le 22 mai ; ce qui présente malgré tout l'inconvénient de mettre du trouble dans la communication de la Fed et par conséquent de porter tort à sa crédibilité. Dès le lendemain, les marchés asiatiques, européens et américains enregistrent des hausses sensibles ; et les taux d'emprunt se détendent de part et d'autre de l'Atlantique. Comme cela vient d'être dit le « pas en arrière » de la Fed a agréablement surpris les marchés, d'où des performances positives en cette fin de 3^{ème} semaine : +2,34% pour le Nikkei, +2,17% pour le CAC40 (à 4204 points), +1,95% pour le DAX30, +0,19% pour le Footsie, +0,49% pour le Dow

L'EURO

Jones, +1,41% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3125\$. Mais cette surprise, outre le fait qu'elle met à mal la crédibilité en la communication de la Fed, peut laisser sous-entendre que les résultats économiques sont moins bons qu'attendus, d'où des résultats très mitigés en fin de 4^{ème} semaine sur les marchés financiers : -0,04% pour le Nikkei, -0,40% pour le CAC40 (à 4187 points), -0,16% pour le DAX30, -1,27% pour le Footsie, -1,25% pour le Dow Jones et +0,18% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3522\$.

Le dimanche 22, le parti d'Angela Merkel (le parti conservateur de la CDU) remporte nettement les élections législatives, mais n'obtient cependant pas la majorité absolue, à 5 sièges près seulement : elle devra donc constituer une « grande coalition » avec le parti de son rival, le parti social démocrate (SPD), sachant que son allié actuel, le parti libéral (FDP), n'aura plus de représentants puisqu'il a récolté moins de 5% des voix.

Au moment où A. Merkel apparaît donc comme « l'homme fort » de l'Europe, se produit tout juste une semaine après un séisme politique en Italie : sous la pression de S. Berlusconi, les ministres qui appartiennent à son parti démissionnent du gouvernement, ce qui - encore une fois - plonge l'Italie, la troisième puissance économique de la zone euro, dans une profonde instabilité politique. Si on ajoute à cela les tensions permanentes en Grèce, la grande fragilité de l'économie de l'Espagne et de ses banques, et le désaveu par une majorité de Portugais de l'austérité qui leur est imposée par la Troïka, l'Europe du Sud connaît à nouveau une situation particulièrement difficile. Cela ne peut que nuire à toute la zone euro et compromettre les balbutiements de sa reprise économique. Sans parler de la question, devenue sempiternelle, du vote du budget aux États-Unis ni de la remise en cause de la croissance des économies émergentes : tout cela augure mal de l'évolution de l'activité mondiale. Une bonne nouvelle est cependant donnée en cette fin de mois de septembre : l'inflation dans la zone euro a nettement baissé, ce qui fait que son rythme annuel est de 1,1% (contre 1,3% en août et contre 2,6% en septembre 2012 ; l'évolution des prix de l'énergie joue un rôle important dans ces résultats).

• Octobre 2013 ->

Mardi 1^{er} : aux États-Unis, comme il n'y a pas d'accord entre l'exécutif et le Congrès, le « shut down » est là, c'est-à-dire que de nombreuses administrations fédérales ferment et que des fonctionnaires sont mis au chômage technique. Mais le danger pourrait considérablement s'aggraver dans deux semaines si la négociation sur le plafond autorisé de la dette publique n'aboutissait pas, car cela voudrait dire que l'États-Unis ne pourraient plus emprunter : le secrétaire d'État considère même que si cette négociation échouait, « cela pourrait provoquer une crise financière encore pire que celle de 2008 ».

Pour sa réunion mensuelle, le Conseil des gouverneurs de la BCE se réunit exceptionnellement le mercredi 2, et à Paris. Bien qu'il juge la reprise économique dans la zone euro « faible, fragile, inégale », il maintient ses taux directeurs et sa politique de guidage des anticipations et ne met pas en place de nouveaux dispositifs de gestion des liquidités, tout en se disant prêt, cependant, à envisager tous les outils disponibles pour que l'évolution des taux soit conforme à son réglage monétaire. Parmi ces outils, il y aurait probablement le LTRO (Long Term Refinancing Operations), c'est-à-dire un prêt à long terme accordé par la BCE aux banques ; peut-être même un « v LTRO » (very Long Term Refinancing Operations), autrement dit une opération de refinancement à très long terme. Rappelons qu'en 2011 et 2012, la BCE avait déjà utilisé cet outil pour 1100 milliards €, avec un terme de 3 ans, et insistons sur le côté dérogatoire de cette politique, dans la mesure où les interventions des Banques centrales correspondent normalement à des prêts à court terme et même à très court terme.

La fin de la 1^{ère} semaine se traduit sur les marchés boursiers par des performances plutôt négatives car, malgré des résultats économiques plutôt encourageants de part et d'autre de l'Atlantique, les investisseurs sont polarisés par le shutdown américain et le risque de défaut de la plus grande économie du monde : -4,98% pour le Nikkei, -0,54% pour le CAC40 (à 4164 points), -0,44% pour le DAX30, -0,90% pour le Footsie, -1,22% pour le Dow Jones et +0,69% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3557\$.

Le mardi 8, signature d'un accord d'échange de devises entre la BCE et la Banque centrale chinoise (PBoC). Cet accord de « swap » de devises, prévu pour l'instant pour 3 ans, a pour but

L'EURO

d'accompagner et même de favoriser le développement du commerce entre la zone euro et la Chine en facilitant la couverture des besoins de financement des entreprises exportatrices : pour cela, les banques de la zone euro pourront s'approvisionner en renminbis (RMB) à hauteur de 42 Mds d'euros et les banques chinoises pourront compter sur 45 Mds d'euros. Rappelons ici que le yuan (CNY) est la monnaie de compte et le renminbi (RMB) - littéralement, monnaie du peuple - est la monnaie de paiement. Cet accord d'échange de devises entre la zone euro et la Chine suit des accords que ce pays a déjà signés avec des pays proches (Japon, Russie, Taïwan, Indonésie) et moins proches comme l'Argentine, la Biélorussie et récemment le Royaume-Uni. Ces accords s'inscrivent dans le mouvement d'internationalisation de la monnaie chinoise, commencé au milieu des années 2000 quand les autorités chinoises ont indexé leur monnaie sur un panier de devises et non plus sur le seul dollar, et accentué en 2010 quand il a été possible pour les exportateurs et importateurs chinois d'utiliser le yuan pour les règlements. Ce mouvement se traduit aussi, parallèlement, par la prochaine libre convertibilité de la devise chinoise dans la zone de libre échange de Shangaï lancée fin septembre. Sachant que des entreprises étrangères peuvent maintenant émettre des actions sur le marché boursier de Shangaï, celui-ci peut devenir une place financière à vocation internationale. Cette internationalisation multidimensionnelle semble inéluctable quand on sait que pour la 2^{ème} économie mondiale, en passe de devenir la première, seulement 16% de son commerce extérieur sont libellés en yuan et que seulement 1% des transactions financières mondiales se font en yuan.

Le mercredi 9, le Président Obama nomme Janet Yellen à la tête de la Fed pour remplacer Ben Bernanke à partir de fin janvier 2014, à condition bien sûr que le Congrès la confirme dans cette fonction. J. Yellen, universitaire de carrière, est vice-présidente de la Fed depuis 2010. Elle a soutenu et même inspiré la politique monétaire non conventionnelle menée par Ben Bernanke et s'attache autant sinon plus à la lutte contre le chômage qu'à la lutte contre l'inflation.

Le lendemain, le jeudi 10, toujours aux États-Unis, la Républicains acceptent de relever pour six semaines supplémentaires le plafond de la dette. Le problème reste entier mais il est repoussé du 17 octobre au 22 novembre... Mais en réalité, le Président Obama va refuser cette solution temporaire : il veut un traitement durable du problème du plafond de la dette. Le jeudi 17 octobre reste donc bien la date fatidique.

La deuxième semaine du mois se termine sur les marchés financiers par des performances plutôt positives, même si la volatilité s'est accrue : +2,71% pour le Nikkei, +1,34% pour le CAC40 (à 4220 points), +1,18% pour le DAX30, +0,52% pour le Footsie, +1,09% pour le Dow Jones et -0,42% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3543\$.

Le mercredi 16, donc la veille du 17, le Congrès américain trouve un compromis et un accord a minima avec la Maison blanche permet de relever temporairement le plafond de la dette, jusqu'au 7 février 2014, et de reprendre le financement des services fédéraux jusqu'au 15 janvier. Une commission bicamérale doit, d'ici le 13 décembre, élaborer une stratégie budgétaire de long terme. Certes, cet accord met fin temporairement aux inquiétudes des détenteurs de titres publics américains et réduit les tensions sur les marchés financiers ; mais il n'empêche que la méfiance sur la qualité de la dette américaine s'est installée, que le statut international du dollar peut s'en trouver perturbé et que la croissance risque d'en être amoindrie à cause du renchérissement du crédit qu'entraîne la défiance des marchés.

Alors que l'on n'a plus à craindre, au moins temporairement, le risque de défaut des États-Unis, on commence à craindre dans la zone euro le risque de déflation. En effet, ce même mercredi 16, on apprend que le taux d'inflation pour septembre est tombé à 1,1% contre 2,6% un an auparavant. Le seul avantage que cette désinflation présente est le soutien, en termes réels, du pouvoir d'achat des agents. Mais en plus du risque déflationniste qu'elle fait courir, surtout que l'on est déjà dans la trappe monétaire, cette désinflation renchérit, également en termes réels, le coût des emprunts d'État, ce qui pourrait à la longue creuser notre déficit et alourdir dangereusement notre dette.

Le jeudi 17, publication dans le quotidien allemand « Die Zeit », d'un article intitulé « Vers une union de l'euro », réalisé par le « Glienicker Gruppe » (le groupe Glienicke), qui rassemble 11 experts en économie, droit et science politique. Pour la version française de ce texte important, aller à l'adresse Internet :

<http://www.notre-europe.eu/media/tribune11allemandsne-ijdoct2013.pdf?pdf=ok>.

L'EURO

Notons que les membres de ce groupe feront paraître dans Le Monde daté du 31 décembre 2013 un article défendant aussi « une intégration plus profonde et une gouvernance économique » et développant quatre principes pour « intensifier le processus d'intégration ».

Notons que les propositions du groupe Glienicker sont à rapprocher de celles du Conseil pour l'avenir de l'Europe faites déjà en septembre 2011. Et plus tard on retrouvera cette volonté d'un projet politique pour la zone euro au travers d'une « communauté politique de l'euro » que propose le groupe Eiffel - voir Le Monde du 15/2/2014, p. 16 -, et dans l'appel que lancent de nombreux experts dans leur appel paru dans Le Monde du 18/2/2014.

Après la fin du suspens américain, les marchés financiers retrouvent leur calme à la fin de la troisième semaine : + 1,09% pour le Nikkei, +1,57% pour le CAC40 (à 4286 points), +1,61% pour le DAX30, +2,09% pour le Footsie, + 1,07% pour le Dow Jones, +3,23% pour le Nasdaq.

L'euro cote 1,3687 \$ le vendredi 18. Et il continue sa progression les jours suivants, dépasse même 1,38\$, ce qui l'approche de la barre des 1,40 \$. Cette envolée s'explique, comme presque toujours, par la dépréciation du dollar, causée tout à la fois par la crise politique aux États-Unis, par la politique durable de facilité monétaire menée par la Fed et par les informations très récentes et plus que mitigées concernant l'emploi américain. La faiblesse du dollar est source d'instabilité monétaire mondiale et la force relative de l'euro complique bien sûr la situation des économies de la zone euro.

Rappelons qu'un euro trop fort (beaucoup estiment que le taux de change d'équilibre euro/dollar, calculé sur la base de la PPA, est de 1,10 \$ environ, d'où une surévaluation de plus de 20%) présente l'avantage d'être désinflationniste mais l'inconvénient d'être contre-compétitif; et à un moment où l'inflation est déjà très basse – au point de faire craindre la déflation – l'inconvénient l'emporte nettement sur l'avantage. Soulignons les principales raisons qui expliquent la relative surévaluation de l'euro : on a souvent avancé une cause externe, à savoir la dépréciation du dollar, mais deux raisons internes à la zone euro elle-même jouent beaucoup : la hausse des taux réels qu'induit la faible inflation - d'où des entrées de capitaux - et l'amélioration forcée des soldes courants des pays européens. Et s'enclenche un cercle vicieux puisque l'appréciation de l'euro est elle-même un facteur de désinflation comme cela vient d'être dit.

La quatrième semaine se termine sur les places financières par de louables performances, mis à part au Japon : - 3,25% pour le Nikkei, - 0,32% pour le CAC40 (à 4272 points, ce qui approche l'indice des 4333 points qu'il avait juste avant la faillite de Lehman Brothers), +1,36% pour le DAX30 (cet indice a franchi au cours de la semaine, et pour la 1^{ère} fois de son histoire, la barre des 9000 points), +1,49% pour le Footsie, +1,11% pour le Dow Jones, +0,74% pour le Nasdaq. L'euro reste élevé en cotant 1,3802\$, ce qui renforce le risque déflationniste.

• Novembre 2013 ->

Le tout début du mois commence par un net recul de l'euro ; non seulement par rapport au dollar mais aussi par rapport aux autres monnaies. Cela s'explique par deux records que la zone euro vient d'enregistrer, le premier avec un taux de chômage de 12,2% (chiffre de septembre) et le second avec un taux d'inflation très bas de 0,7% sur un an (chiffre d'octobre), ce qui attise les inquiétudes sur la santé de l'économie européenne (risque de déflation, insuffisance de la demande, plus grande difficulté à résoudre le problème des déficits publics et de la dette publique) et questionne les investisseurs sur l'attitude que va adopter la BCE lors de la prochaine réunion mensuelle de son Conseil des gouverneurs : va-t-elle baisser ses taux ? Surtout que la monnaie unique reste malgré tout surévaluée, spécialement pour les pays en difficulté avérée ou relative.

Cette réunion a lieu le jeudi 7 et, contrairement au statu quo annoncé par beaucoup, la BCE annonce logiquement, en fonction de ce qui vient d'être dit, la baisse de ses taux : le taux des opérations principales de refinancement passe de 0,5% à 0,25% et le taux de la facilité de prêt marginal passe de 1% à 0,75%, le taux de la facilité de dépôt restant à 0%.

Le vendredi 8, l'agence Standard & Poor's dégrade d'un cran la dette française, la faisant passer de AA+ à AA en considérant que la marge de manœuvre budgétaire du pays s'est réduite et que le niveau du chômage empêche le gouvernement de faire les réformes structurelles et sectorielles nécessaire pour éléver le taux de croissance.

Est-ce que François Hollande redirait ce qu'il a dit quand la même agence de notation a retiré en janvier 2012 son triple A à notre pays : « c'est une politique qui a été dégradée, pas la France » ? Cela dit, dans son blog daté du 8 novembre, le prix Nobel d'économie Paul Krugman prend la défense de la politique économique française en estimant

L'EURO

que cette dégradation se fonde sur des préjugés idéologiques de S&P, que l'on ne sait pas grand chose sur les déterminants de la croissance et que la réduction des déficits publics par augmentation de la pression fiscale n'a pas d'effet vraiment négatif sur la dynamique de la croissance. Mais dans un article du Monde en date du 16 novembre, Philippe Aghion, professeur à Harvard et à l'École d'économie de Paris, et pourtant soutien de F. Hollande lors de l'élection présidentielle de 2012, critique sévèrement Paul Krugman. L'économiste français montre en particulier, à partir de plusieurs exemples et tout spécialement celui de la Suède, que la diminution des dépenses publiques et les réformes structurelles sont plus efficaces que l'alourdissement de la pression fiscale pour tout à la fois réduire les déficits publics et défendre notre système social. Cette analyse rejoint nos réflexions faites plus haut à plusieurs reprises.

La fin de la semaine se traduit sur les places financières par des performances plutôt négatives, à cause en particulier du risque de voir la Fed changer de politique monétaire et de voir l'Europe entrer en déflation ou pour le moins fonctionner à vitesse très réduite : -1,68% pour le Nikkei, -0,30% pour le CAC40 (à 4260 points), +0,78% pour le DAX 30, -0,39% pour le Footsie, +0,94% pour le Dow Jones, -0,07% pour le Nasdaq. Mais, pour relativiser, il convient de souligner en particulier que le CAC 40 a dépassé au cours de la semaine le cours qu'il avait atteint la veille de la chute de Lehman Brothers. L'euro cote 1,336\$.

Le mercredi 13, relayant des observations déjà faites de manière plus ou moins feutrée par le FMI et l'administration américaine, la Commission européenne ouvre une enquête sur l'excédent de la balance courante de l'Allemagne (environ 7% du PIB) parce qu'elle considère que celui-ci, dépassant le seuil de 6% retenu depuis 2011 comme indicateur de dysfonctionnement macroéconomique, est un facteur de déséquilibre pour toute la zone euro, selon le vieux principe que les excédents des uns font les déficits des autres. *Cela aurait pu être sans doute nécessaire il y a deux ou trois ans mais cela semble excessif aujourd'hui dans la mesure où les augmentations de salaires actuellement admises dynamisent la demande intérieure (la croissance allemande du 3^{ème} trimestre +0,3% - est beaucoup plus portée par la demande intérieure que par la demande étrangère, et de plus on va vers l'introduction d'un SMIC), et surtout où les exportations de l'Allemagne se font de plus en plus hors zone euro : en 2013, l'excédent commercial allemand est obtenu à moins de 28% grâce aux échanges avec des pays de la zone euro contre plus de la moitié en 2006. En réalité, la Commission se sert sans doute de cette enquête sur l'économie allemande pour faire contrepoids aux critiques qu'elle adresse aux autorités françaises sur leur politique budgétaire et sur l'insuffisance des réformes structurelles. Effectivement, les statistiques macroéconomiques de la France pour le troisième trimestre de cette année révèlent, s'il en est besoin, les difficultés actuelles de notre économie : l'activité a reculé de 0,1%, la consommation reste atone, l'investissement des entreprises continue à baisser, les exportations diminuent et le chômage est toujours élevé.*

Le même jour, l'économiste en chef de la BCE rappelle que l'institution est prête à tout pour faire éviter la déflation à la zone euro. Il faut sans doute entendre par là qu'elle pourrait décider de faire directement des achats d'actifs, ce que fait depuis quelque temps la Fed mais que la BCE s'est refusée à faire jusqu'à maintenant.

Le vendredi 15, c'est la première fois qu'est mise en place la procédure de surveillance - a priori - des projets de budgets des États membres par la Commission européenne (procédure décidée lors du Conseil européen des 8 et 9 décembre 2011) : la Commission estime que le projet français de budget pour 2014 est « en ligne avec les exigences du pacte de stabilité et avec la recommandation » qu'elle a faite au printemps, même si la trajectoire qu'elle avait fixée ne pourra pas être respectée (déficit pour 2013 de 4,1% contre 3,9% après le délai supplémentaire de 2 ans accordé) ; mais elle pense aussi que l'État français n'aura plus de marge de manœuvre budgétaire en 2014.

L'EURO

ANNEXE SUR LES FINANCES PUBLIQUES

Principaux ratios de finances publiques de 2007 à 2012

	en % du PIB					
	2007	2008	2009	2010 (r)	2011 (r)	2012
Déficit public notifié (1)	-2,7	-3,3	-7,5	-7,1	-5,3	-4,8
Dette publique notifiée (1)	64,2	68,2	79,2	82,4	85,8	90,2
Dette publique nette (2)	59,6	62,3	72,0	76,0	78,7	82,4
Recettes publiques	49,9	49,9	49,2	49,5	50,6	51,8
Dépenses publiques	52,6	53,3	56,8	56,6	55,9	56,6
Prélèvements obligatoires	43,4	43,2	42,1	42,5	43,7	45,0

r : données révisées.

(1) : au sens du traité de Maastricht.

(2) : dette publique notifiée diminuée de certains éléments d'actif.

Champ : France.

Source : Insee, comptes nationaux - base 2005.

Principales dépenses par administrations publiques en 2012

	2012									
	APu (y compris État)	État		APu locales		A de sécurité sociale		APu (2)		
	en Mds d'euros	2012/2011 (en %)	en Mds d'euros	2012/2011 (en %)	en Mds d'euros	2012/2011 (en %)	en Mds d'euros	2012/2011 (en %)	en Mds d'euros	2012/2011 (en %)
Consommations intermédiaires	36,7	4,9	25,3	7,4	51,3	3,9	26,1	3,2	114,0	
Rémunérations des salariés	134,7	1,3	117,5	1,0	72,3	3,1	60,7	1,9	267,7	
Intérêts	44,0	-2,6	44,1	-2,5	3,3	-3,8	5,3	13,2	52,1	
Prestations sociales (1)	87,2	3,7	66,5	3,8	23,5	3,2	418,0	3,5	528,7	
Formation brute de capital fixe	9,7	-3,9	4,9	-2,3	45,4	3,5	8,6	-1,3	63,7	
Total des dépenses (2)	453,1	1,8	421,2	1,6	242,5	3,1	549,0	3,2	1 151,3	

(1) : en espèce et en nature.

(2) : les transferts au sein d'un même secteur sont consolidés. La somme des dépenses des secteurs est donc supérieure à celle de l'ensemble des administrations publiques.

Source : Insee, comptes nationaux – base 2005.

Source : INSEE

Notons que les intérêts, autrement dit la charge de la dette, ont diminué entre 2011 et 2012 grâce à la faiblesse des taux. Il n'empêche qu'ils sont le deuxième poste budgétaire, presque à égalité avec L'Éducation nationale, et qu'ils représentent actuellement environ 27% du montant des emprunts annuels qui sont nécessaires pour financer le déficit et honorer les échéances de la dette. On n'ose pas imaginer la situation que créerait la hausse des taux d'intérêt...

Pour compléter ces informations sur les finances publiques, voici un document de la Banque de France qui permet d'utiles comparaisons internationales :

L'EURO

Finances publiques

en pourcentage du PIB

	Recettes totales des APU (a)(b)/(d)		Dépenses totales des APU (b)(c)/(d)		Solde des finances publiques des APU (b)/(d)				Dette brute des APU (b)/(d)			
	2011	2012	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
					2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
France	50,6	51,8	55,9	56,6	-7,5	-7,1	-5,3	-4,8	79,2	82,4	85,8	90,2
Allemagne	44,3	44,8	45,2	44,7	-3,1	-4,2	-0,8	0,1	74,5	82,5	80,0	81,0
Autriche	48,3	49,2	50,8	51,7	-4,1	-4,5	-2,5	-2,5	69,2	72,3	72,8	74,0
Belgique	49,6	51,0	53,5	55,0	-5,6	-3,7	-3,7	-4,0	95,7	95,7	98,0	99,8
Cypre	39,9	40,0	46,3	46,4	-6,1	-5,3	-6,3	-6,4	58,5	61,3	71,5	86,6
Espagne	36,2	37,1	45,7	47,8	-11,1	-9,6	-9,6	-10,6	54,0	61,7	70,5	86,0
Estonie	38,7	39,2	37,5	39,5	-2,0	0,2	1,1	-0,2	7,1	6,7	6,1	9,8
Finlande	54,1	54,4	55,2	56,6	-2,5	-2,5	-0,7	-1,8	43,5	48,7	49,2	53,6
Grèce	42,4	44,6	52,0	53,6	-15,7	-10,7	-9,5	-9,0	129,7	148,3	170,3	156,9
Irlande	34,0	34,5	47,1	42,6	-13,7	-30,6	-13,1	-8,2	64,4	91,2	104,1	117,4
Italie	46,1	47,7	49,8	50,6	-5,5	-4,5	-3,8	-3,0	116,4	119,3	120,7	127,0
Luxembourg	42,7	43,7	42,6	44,3	-0,7	-0,8	0,1	-0,6	15,5	19,5	18,7	21,7
Malte	38,9	40,1	41,7	43,4	-3,7	-3,5	-2,8	-3,3	66,5	66,8	69,5	71,3
Pays-Bas	45,6	46,4	49,9	50,4	-5,6	-5,1	-4,3	-4,1	60,8	63,4	65,7	71,3
Portugal	45,0	40,9	49,3	47,4	-10,2	-9,8	-4,3	-6,4	83,7	94,0	108,2	124,1
Slovaquie	33,3	33,2	38,4	37,8	-8,0	-7,7	-5,1	-4,5	35,6	41,0	43,4	52,4
Slovénie	43,6	44,2	49,9	48,1	-6,3	-5,9	-6,3	-3,8	35,2	38,7	47,1	54,4
Zone euro	45,3	46,2	49,5	49,9	-6,4	-6,2	-4,2	-3,7	80,0	85,4	87,3	90,6
Bulgarie	33,6	35,2	35,6	35,9	-4,3	-3,1	-2,0	-0,8	14,6	16,2	16,3	18,5
Croatie	40,1	40,6	47,9	45,5	-5,3	-6,4	-7,8	-5,0	36,6	44,9	51,6	55,5
Danemark	55,7	55,3	57,6	59,5	-2,7	-2,5	-1,8	-4,1	40,7	42,7	46,4	45,4
Hongrie	54,3	46,6	50,0	48,7	-4,6	-4,3	4,3	-2,0	79,8	82,2	82,1	79,8
Lettonie	34,9	35,1	38,4	36,5	-9,8	-8,1	-3,6	-1,3	36,9	44,4	41,9	40,6
Lituanie	33,2	32,7	38,7	36,1	-9,4	-7,2	-5,5	-3,2	29,3	37,8	38,3	40,5
Pologne	38,4	38,3	43,4	42,2	-7,5	-7,9	-5,0	-3,9	50,9	54,9	56,2	55,6
Roumanie	33,9	33,6	39,5	36,6	-9,0	-6,8	-5,6	-3,0	23,6	30,5	34,7	37,9
Royaume-Uni	40,3	41,8	48,0	47,9	-11,4	-10,1	-7,7	-6,1	67,1	78,4	84,3	88,7
Suède	51,5	51,6	51,5	52,0	-0,7	0,3	0,2	-0,2	42,6	39,4	38,6	38,2
République tchèque	40,0	40,1	43,2	44,5	-5,8	-4,7	-3,2	-4,4	34,6	38,4	41,4	46,2
Union européenne	44,6	45,4	49,0	49,3	-6,9	-6,5	-4,4	-3,9	74,3	79,8	82,3	85,1
États-Unis	31,4	31,7	41,6	40,3	-11,9	-11,4	-10,2	-8,7	88,8	97,9	102,3	106,3
Japon	33,1	33,3	42,0	43,2	-8,8	-8,3	-8,9	-9,9	188,7	193,3	210,6	219,1

APU : administrations publiques

(a) Ensemble des recettes courantes

(b) Pour les pays européens, chiffres notifiés à la Commission européenne et vérifiés par Eurostat

(c) Dépenses courantes + dépenses en capital nettes. Les recettes issues de la vente de licences UMTS sont enregistrées comme des dépenses en capital avec un signe négatif.

(d) Pour les pays non européens, chiffres définis par le système européen des comptes (SEC 1995) (source OCDE)

Sources : Commission européenne, Eurostat, OCDE

Réalisé le 14 novembre 2013

Banque de France

Zone euro • Principaux indicateurs économiques et financiers

Sur les marchés boursiers, la fin de la deuxième semaine est très bien orientée : +7,66% pour le Nikkei, +0,75% pour le CAC40 (à 4292 points), +1% pour le DAX30, -0,22% pour le Foothsie, +1,27% pour le Dow Jones, +1,70% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3496\$.

On note pour la fin de la troisième semaine, +1,42% pour le Nikkei, -0,342% pour le CAC 40 (à 4279 points), +0,55% pour le DAX30, -0,29% pour le Foothsie, + 0,65% pour le Dow Jones qui dépasse pour la 2ère fois de son histoire les 16 000 points, +0,13% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3558\$.

Le vendredi 29, l'agence S&P baisse d'un cran la note des Pays-Bas qui perdent donc leur triple A pour se retrouver avec AA+. Seuls, en Europe, l'Allemagne, la Finlande et le Luxembourg ont toujours AAA.

Sur les places boursières, la dernière semaine du mois de novembre se termine par des performances plutôt positives : +1,82% pour le Nikkei, +0,39% pour le CAC40 (à 4295 points) ; +2,02% pour le DAX30, -0,36% pour le Foothsie, +0,13% pour le Dow Jones et +1,71% pour le Nasdaq (qui dépasse pour la première fois depuis 13 ans le seuil des 4000 points). L'euro cote 1,3573\$.

• Décembre 2013 ->

Le lundi 2, l'European Securities and Markets Authority (ESMA) publie les résultats d'une enquête sur l'activité des 3 principales agences de notation (S&P, Moody's et Fitch) qui ont 95% du marché. Le rapport est très critique : l'ESMA constate à plusieurs reprises des occasions de conflits d'intérêt et conteste les compétences de ceux à qui est confié le travail d'analyse.

Le jeudi 5, statu quo des taux directeurs décidé par la BCE. Celle-ci prévoit des taux d'inflation de 1,1% en 2014 et de 1,3% en 2015 : « une période trop longue de basse inflation n'est pas une bonne chose » et elle se tient donc sur ses gardes face au risque de déflation : « elle est prête à utiliser les outils qui restent dans sa "boîte aux outils" et qui sont, tous, techniquement prêts ».

La première semaine du mois se termine sur les marchés financiers par des performances assez négatives à cause de l'inquiétude des investisseurs sur le resserrement monétaire éventuel de la Fed : -2,31% pour le Nikkei, -3,86% pour le CAC40 (à 4129 points), -2,48% pour le DAX30, -1,48% pour le Foothsie, -0,41% pour le Dow Jones et +0,06% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3705\$.

Le mercredi 11, un accord est obtenu entre le Parlement européen et les États sur un aspect important du projet d'union bancaire, à savoir le souci de dissocier dette souveraine et dette bancaire : les créanciers privés seront appelés à renflouer les établissements financiers en situation de faillite, pour éviter l'appel systématique aux contribuables, et ce dès 2016.

La fin de la deuxième semaine se traduit par des scores plutôt négatifs parce que les investisseurs attendent avec quelque inquiétude la décision du prochain comité monétaire américain qui pourrait marquer un changement d'orientation : +0,67% pour le Nikkei, -1,69% pour le CAC40 (à 4060 points), -1,81% pour le DAX30, -1,71% pour le Foothsie, -1,65% pour le Dow Jones, -1,51% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3742\$.

Dimanche 15, formation du gouvernement allemand après un accord de « grande coalition » signé le 26 novembre entre le SPD et la CDU, après 2 mois de dures négociations. Mardi, Angel Merkel sera élue pour la troisième fois chancelière, et cela pour 4 ans.

Alors que les politiques allemands illustrent leur culture du compromis et de la coalition, les économistes allemands profitent de cette période pour exprimer leurs divergences à propos du devenir de la zone euro en général et de la politique monétaire de la BCE en particulier, attaquée en particulier devant la Cour constitutionnelle de Karlsruhe par ceux qui n'acceptent pas le dispositif OMT. En réponse à cette attaque, un appel a été lancé pour défendre la politique de la BCE et a été signé par près de 250 signatures, mais dont les ¾ sont non allemandes, avec celles de plusieurs économistes français de renom : selon les signataires, certes l'OMT présente des risques mais les avantages de ce dispositif de sauvetage - qui, à cette heure, n'a toujours pas été mis en œuvre – leur semblent être nettement plus importants que les inconvénients. En réaction, la Frankfurter Allgemeine Zeitung publie un article de 136 économistes allemands pour affirmer que la politique de la BCE est « non conforme au droit et économiquement erronée » et aller jusqu'à penser que la zone euro n'est pas viable. Parmi eux, certains sont carrément pour la fin de la zone euro tandis que d'autres ne demandent que la sortie de la zone des pays en trop grande difficulté financière. À leur tour, des économistes allemands, formant le « groupe de Glienicker », avec des politologues et des juristes, répondent aux « anti-

L'EURO

euro » et/ou « anti-BCE » en militant en faveur au contraire pour un approfondissement de l'intégration européenne car c'est pour eux la seule façon de sauver la zone euro qui est bel et bien en proie à une crise grave sur les plans à la fois économique, financier et politique (voir plus en haut en date du 17 octobre).

Mercredi 18 : date importante pour l'économie européenne et pour l'économie mondiale tout entière puisque d'un côté l'Ecofin se réunit à propos de l'union bancaire et de l'autre le comité de politique monétaire de la Fed tient sa réunion périodique – qui sera la dernière sous la direction de Ben Bernanke – pour réduire éventuellement ses injections de liquidités afin de soutenir l'activité économique.

- La réunion de l'Ecofin débouche finalement sur un accord concernant le second pilier de l'union bancaire. Rappelons que le premier, qui porte sur la supervision unique par la BCE et qui entrera en vigueur fin 2014, a fait l'objet d'un accord il y a tout juste un an (c'est la Française Danièle Nouy qui prendra la tête du MSU). Ajoutons qu'en réalité trois piliers étaient prévus à l'origine, le troisième étant le système unique de garantie des dépôts, mais ce SDGS fut écarté par l'Ecofin. Le second pilier concerne le mécanisme unique de résolution des faillites des banques de la zone euro, qui fonctionnera à partir de 2015 : un conseil de résolution décidera de la recapitalisation ou de la faillite ordonnée de tel ou tel établissement et un fonds unique, alimenté par les banques, aura en charge progressivement - sur 10 ans à partir de 2016, parce qu'au début national pour devenir ensuite fédéral - la mise en œuvre financière de la faillite ou de la restructuration de l'établissement. Le MES sera associé au dispositif mais dans sa forme actuelle : il ne pourra donc pas prêter directement aux banques.

L'utilisation du mécanisme unique de résolution se déroulera de la manière suivante : une fois le signal tiré par la BCE (1^{er} pilier), le conseil de résolution prend le relais pour faire une proposition dans le but de préparer la décision qui revient au Conseil des ministres de l'économie, après avis de la Commission sur la proposition faite. Si la décision est de renflouer la banque en difficulté, ce sont les acteurs privés et non les contribuables qui auront en charge le renflouement à hauteur de 8% du passif de la banque. Au-delà, c'est le fonds de résolution qui intervient, sachant que ce fonds doit être abondé par les banques elles-mêmes. Il est à signaler que pour les très gros sauvetages, le vote de toutes les autorités nationales sera nécessaire, ce qui permet à l'Allemagne de limiter la portée de la mutualisation des ressources. De plus, plusieurs experts rejoignent le Président de la BCE lui-même qui se demande si l'accord conclu dans la nuit du 18 au 19 ne complique pas excessivement le dispositif au point de le rendre pratiquement inutilisable : serions-nous alors revenus au point de départ comme se le demandent deux membres de la commission économique et monétaire du Parlement européen dans un article publié le 24 par *Le Monde* ? De surcroît, si le montant de dettes souveraines détenues par les banques des pays de la zone euro a diminué au cours de 2013, on constatera une remontée en 2014, ce qui renoue le lien entre risque bancaire et risque souverain.

- La Fed décide de réduire son soutien à l'économie en abaissant de 10 milliards ses achats de titres publics, qui passent donc, mensuellement, de 85 à 75 milliards de dollars. Mais le taux directeur de 0% n'est pas modifié et, d'ailleurs un peu en contradiction avec les déclarations antérieures, ce taux sera maintenu à ce niveau très bas « bien après » que le taux de chômage soit passé sous la barre des 6,5% qui est le seuil retenu pour pouvoir dire que la situation de l'emploi s'est améliorée.

Le vendredi 20, l'agence S&P dégrade d'un cran (de AAA à AA+) l'Union européenne parce qu'elle estime que les négociations budgétaires de l'UE sont devenues plus tendues, qu'il y a une montée des risques concernant le soutien que certains États membres pourraient apporter à l'UE et que par conséquent la cohésion entre eux a diminué.

Le même jour, *Le Monde* publie un article intéressant de Guillaume Sarlat – ancien rapporteur de la Commission Pébereau sur la dette publique - qui porte sur les solutions envisageables pour soulager les États du fardeau qu'est pour eux l'endettement public. Parmi les solutions déjà utilisées pour ce faire, il y a celle du défaut, total ou partiel comme cela a été fait pour la Grèce, avec les conséquences économiques, sociales et politiques que l'on sait. Il y aussi l'intervention de la banque centrale pour acheter des titres de la dette publique, directement – comme le fait la Fed – ou indirectement –comme le fait la BCE ; mais le gonflement du bilan de la banque centrale par l'accumulation de créances pour le moins douteuses constitue bien sûr un danger. L'auteur de

L'EURO

l'article avance donc la solution de la transformation de la dette publique en dette perpétuelle : l'État n'aurait en somme à rembourser que des intérêts prédéterminés. Cette solution n'est vraiment pas nouvelle puisque l'on cite souvent pour l'illustrer le cas de l'emprunt souscrit par Charles X. Et notre pays a connu pendant tout le dernier tiers du 19^e siècle une situation de fort endettement public mais on ne parlait pas pour autant de surendettement ni a fortiori de crise car la dette était perpétuelle à 95% et était détenue pour l'essentiel par les Français eux-mêmes : c'était pour eux une « rente ». Aujourd'hui, le problème que soulève la dette publique française est qu'il y a depuis plusieurs années deux évolutions liées : d'une part, la réduction de la maturité moyenne de la dette publique française (7 ans), ce qui constraint l'État à réemprunter chaque année les dettes qui arrivent à échéance, et d'autre part, son internationalisation puisque les résidents n'en possèdent environ que le tiers, d'où la dépendance vis-à-vis des investisseurs étrangers, autrement dit du marché financier international. Mais comme le montre bien G. Sarlat, la dette perpétuelle peut avoir de nombreux avantages (voir *Le monde* du 20/12/2013). D'abord, comme le taux d'intérêt est fixé une fois pour toutes, « il n'y a plus de contrainte de refinancement ni de sensibilité aux taux d'intérêt ». Ensuite, la dette perpétuelle correspond en quelque sorte à un échange mutuellement avantageux entre l'État et les investisseurs : ceux-ci disposent d'un moyen sûr de placer l'épargne longue dont ils disposent, comme c'est le cas en particulier pour les fonds de pension, les caisses de retraite et les compagnies d'assurances, et la dette représente du point de vue de l'État « un capital détenu par des investisseurs qui seraient associés à la réussite du pays ». De plus, la solution serait actuellement d'autant plus profitable que les taux sont bas, et les États auraient la possibilité de se désendetter en rachetant de leur propre dette si les taux baissaient encore davantage. De toute façon, le sujet permet de bien prendre conscience qu'il ne faut pas raisonner avec un État comme on le fait avec un agent privé, tout simplement parce qu'un État n'est pas mortel et que par conséquent il peut être constamment endetté : on doit par exemple se demander si le Japon remboursera un jour son énorme dette. Pour finir sur ce point, on pourrait se demander un peu malicieusement s'il ne vaut mieux une dette perpétuelle qu'une dette qui se perpétue constamment.

L'avant-dernière semaine du mois de décembre se termine par des hausses généralisées sur les places financières : +3,03% pour le Nikkei, +3,3% pour le CAC40 (à 4194 points), +4,37% pour le DAX30, +2,59% pour le Footsie, +2,96% pour le Dow Jones et +2,59% pour le Nasdaq. Les investisseurs sont rassurés par la faible ampleur du resserrement monétaire annoncé par la Fed pour début 2014 et par le fait que le taux directeur va rester très bas encore longtemps. L'euro cote 1,3673 \$.

Le 31 décembre, le Président français François Hollande annonce lors des voeux un « pacte de responsabilité » pour que soient créés des emplois en contrepartie d'une baisse du coût du travail, d'un amoindrissement des contraintes sur les activités et de davantage de dialogue social.

*Ce pacte de responsabilité appelle trois commentaires (voir les réflexions d'Olivier Favereau dans *Le Monde* du 10 janvier 2014) :*

- *d'abord, on peut lier ce pacte à un raisonnement mécanique traditionnel en ce sens qu'on sait que de telles mesures, spécialement quand elles abaissent le coût du travail à renforts de baisse des charges sociales et fiscales, sont susceptibles d'inciter les entreprises à embaucher ;*
- *ensuite, une entreprise qui embauche est à l'origine d'externalités positives (production de richesses et de mieux-être individuel et collectif, d'entrées sociales et fiscales supplémentaires, de réduction de coûts sociaux et humains), alors qu'une entreprise qui licencie produit au contraire des externalités négatives ; or, l'État doit être un gestionnaire des externalités en mettant en place des mesures pour internaliser au maximum les externalités positives et négatives ;*
- *l'ouverture des économies avec la mondialisation et le désengagement de l'État avec la libéralisation ambiante font que l'interventionnisme étatique a considérablement perdu de son efficacité et même de sa légitimité ; si bien que les entreprises partagent de fait avec l'État la responsabilité de la situation économique et sociale globale. « Plus l'État se retire de l'économie, plus les entreprises s'avancent vers le politique, à savoir l'inéluctable reconnaissance d'une stature (sinon d'un statut) politique, due à leur propriété intrinsèque : la création d'emplois marchands ». (O. Favereau).*

Sur l'année 2013, le CAC40, le DAX et le Dow Jones ont connu une tendance générale haussière (+ 14,69% pour le CAC40 mais avec des creux spécialement en avril, mi-juin, fin août et mi-décembre, + 23,31% pour le DAX et + 22,65% pour le Dow Jones). La volatilité du Footsie a été

plus grande, mais autour d'une tendance assez plate aux environs de 6600 points.

• JANVIER 2014 ->

Le 1^{er} janvier, **entrée de la Lettonie dans la zone euro** ($1\text{€} = 0,7$ Lats). La monnaie lettone était fermement arrimée à l'euro depuis 2005. La population lettone est majoritairement opposée à cette décision de son gouvernement. Certes, la Lettonie satisfait aux critères de Maastricht mais il existe de forts écarts entre son économie et celles des partenaires : par exemple, le salaire moyen mensuel est de 515 euros nets.

Le 7, Eurostat publie son estimation de l'inflation pour le mois de décembre 2013 : le taux serait de 0,8% (après 0,9% en novembre et 0,7% en octobre, ce qui était un record depuis quatre ans), en sachant qu'il était de 2,2% en décembre 2012. Cela ravive bien entendu les craintes du risque déflationniste. *On peut tirer trois conséquences de ces statistiques, l'une théorique, les deux autres pratiques. D'abord, la TQM (théorie quantitative de la monnaie), relancée par Milton Friedman et qui explique l'indépendance des banques centrales et les politiques monétaires menées par elles avec comme mission essentielle sinon exclusive la lutte contre l'inflation au sens traditionnel (augmentation des prix des biens et services), semble infirmée puisque l'inflation est très faible alors que les apports de liquidité que les banques centrales font depuis plusieurs années sont très importantes, avec d'ailleurs comme conséquence problématique la forte augmentation de la base monétaire, autrement dit le grossissement de leurs bilans. Ensuite, ces apports de liquidité peuvent déboucher sur la formation de bulles spéculatives, c'est-à-dire une inflation du prix des actifs dans les secteurs de la finance et/ou de l'immobilier et/ou des matières premières. Enfin, il est difficile d'imaginer une modification des politiques monétaires actuelles, sauf pour la BCE qui pourrait baisser encore ses taux (on peut estimer que le Policy mix dans la zone euro est moins bon qu'ailleurs puisque l'austérité budgétaire s'accompagne d'une politique monétaire qui est encore, par comparaison, relativement restrictive) : en effet, si, sous prétexte de réduire la taille de leurs bilans, les banques centrales réduisent substantiellement leurs apports de liquidité et/ou augmentaient leurs taux directeurs, elles agravaient le risque déflationniste.*

Le mardi 14, conférence de presse du Président français, qui accentue son virage social-démocrate pris déjà avec l'annonce du pacte de responsabilité lors des ses vœux de début d'année en optant résolument pour une « politique de l'offre » puisque F. Hollande va même jusqu'à affirmer qu'il est social-démocrate et à s'approprier l'énoncé fétiche de la loi de J.-B Say « l'offre crée sa propre demande » qui, en quelques mots, résume le principe de base de l'économie libérale. La principale mesure annoncée est une diminution des charges sur les entreprises financée par une réduction des dépenses publiques. *Cette mesure peut être considérée comme une « dévaluation socio-fiscale » qui aura certes pour effet d'améliorer les conditions d'offre mais, ce faisant, accroîtra les capacités exportatrices des entreprises françaises, d'où un accroissement aussi de la demande globale. Seulement, on sait que toute dévaluation, qu'elle soit monétaire, socio-fiscale ou salariale, a souvent des effets secondaires qui peuvent être pervers : les comportements de marge des entreprises souvent évoqués à ce titre peuvent cependant déboucher sur une reprise des investissements. De plus, et de manière plus générale, toute politique de l'offre exige du temps pour exprimer des effets positifs : on estime que cela peut prendre entre 2 et 5 ans.*

En fin de mois, à la suite de la publication de statistiques par Eurostat, plusieurs organes de presse relèvent que la dette publique de la zone euro a baissé au 3^{ème} trimestre 2013 pour la première fois depuis 2007 en atteignant 92,7% du PIB. Il n'empêche que le chômage reste élevé, la croissance faible et qu'au total le risque déflationniste demeure très présent. *Mais ces données générales masquent une difficulté récurrente : l'hétérogénéité de la zone euro. Surtout qu'elle est très forte ne serait-ce qu'entre les deux plus grands pays de la zone euro, l'Allemagne et la France. On a déjà écrit que ces deux pays se différencient nettement en matière de structures démographiques et industrielles. Ils se différencient aussi quant au profil de leur évolution macroéconomique. Alors que sur ce plan leurs performances étaient voisines lors du lancement de l'euro, les écarts se sont énormément creusés depuis : la France a une dette publique 15% supérieure à celle de l'Allemagne, son taux de chômage est le double et son revenu par tête est 15% plus faible. Cela s'explique par une divergence dans les stratégies de politiques économiques mises en œuvre, divergence qui trouve elle-même sa source principale dans la place de l'Etat, et pas seulement en termes de dépenses publiques et de pression fiscale : alors que l'Allemagne mise avant tout sur les entreprises privées, en particulier les ETI, et leur compétitivité, la France mise plutôt sur le secteur public et les grandes entreprises en se préoccupant relativement moins de leurs capacités exportatrices.*

Le 23 janvier, installation en France d'un Conseil stratégique de la dépense publique.

Le plan décidé par l'exécutif est de réaliser sur 3 ans 50 milliards d'économies auxquels il faut sans doute en ajouter près de 10 supplémentaires pour baisser le coût du travail comme s'y est engagé

L'EURO

également le Président de la République. Ce plan soulève deux questions : la première concerne les modalités de cette réduction sans précédent bien qu'il ne s'agisse en définitive que d'une très faible proportion de la masse globale des dépenses. Il faut savoir que la progression des dépenses publiques est essentiellement due à celle des prestations sociales : entre 1978 et 2011, celles-ci se sont accrues de plus de 7 points de PIB. La seconde question concerne les conséquences de ce plan d'économies massives sur la croissance quand on connaît le niveau élevé des multiplicateurs keynésiens : les gains de compétitivité seront-ils suffisants pour compenser ces conséquences anti-croissance, la reprise du moteur de la demande étrangère compensera-t-elle la panne de celui de la demande domestique ?

Le 24, l'agence Moody's maintient la note de la dette de la France à Aa1 avec une perspective négative.

Le 27, publication d'une étude de l'expert financier indépendant Alexander Kloeck, à la demande du groupe écologiste au Parlement européen. Cette étude tente de donner une estimation de l'avantage que les banques ont tiré des garanties implicites étatiques en ce sens que le monde de la finance a fonctionné en escomptant que pour éviter tout risque systémique les États seraient de toute façon prêts à se porter au secours des établissements en danger. En comparant la note mise par les agences de notation aux établissements financiers « systémiques » sans tenir compte de ces garanties implicites et en tenant compte, l'estimation de A. Kloeck atteint un chiffre astronomique compris entre 200 et 300 milliards par an. Autant dire que des garanties implicites d'un tel niveau favorisent le risque d'aléa moral, faussent la concurrence entre établissements et que celui peut nuire en définitive à la notation des dettes souveraines.

Le 28, publication par la CNUCED des statistiques des mouvements d'IDE en 2013 : ils ont globalement augmenté de 11% et de 12% dans le seuls pays développés, mais les résultats sont très différents selon les zones et les pays de la planète. Viennent en tête en termes de destinations les États-Unis, la Chine, la Russie. L'Europe ressent un net mieux avec une croissance des IDE de plus de 37% mais la France est une exception avec une chute de 77% !

Le 29, étant donné les bonnes performances macroéconomiques de l'économie américaine, la Fed annonce une nouvelle réduction à compter du mois prochain de ses achats mensuels d'actifs sur les marchés, de 75 à 65 milliards de dollars. *Cette baisse progressive des rachats de titres doit faire anticiper une hausse progressive des taux d'intérêt, ce qui compliquerait considérablement le désendettement public alors que les pays de l'OCDE parviennent à moins emprunter (le besoin net d'emprunt a connu en effet, en milliards de dollars, l'évolution suivante : 500 en 2007, 2100 en 2008, 3300 en 2009, 3100 en 2010, 2300 en 2011, 2400 en 2012, 2000 en 2013 et 1500 en 2014). En effet, non seulement la Fed mais aussi les autres grandes banques centrales ont injecté depuis le début de la crise des subprimes des masses importantes de liquidités (plus de 4000 milliards de dollars), ce qui a maintenu les taux d'intérêt à des niveaux très bas ; et dès lors que cette politique d'assouplissement monétaire à coups de mesures non conventionnelles se renversera progressivement, de nombreux pays deviendront vulnérables, qu'il s'agisse de leurs gouvernements ou de leurs entreprises (par contre, les ménages retrouveront une certaine rémunération de leur épargne et la bancassurance trouvera une occasion d'un rééquilibrage de ses comptes). En définitive, les politiques de QE permettent certes la sortie de la crise mais les dangers qu'elles présentent, en particulier le risque de développement de bulles spéculatives (la capitalisation de la Bourse américaine atteint actuellement 145% du PIB, soit deux fois plus que le record de 2000, juste avant l'éclatement de la bulle Internet), conduisent à les abandonner progressivement au fur et à mesure que la situation macroéconomique s'améliore, ce qui oblige les différents acteurs à en anticiper les conséquences pour réviser en conséquence leurs comportements et leurs stratégies. En attendant que de telles attitudes proactives se manifestent, une conséquence immédiate de ce resserrement monétaire de la Fed est un désordre monétaire international : les investisseurs internationaux qui ont utilisé les liquidités distribuées sans compter par le système bancaire pour faire des placements dans les pays émergents sont amenés maintenant à déplacer leurs capitaux en direction des pays développés, plus sûrs ; d'où des difficultés supplémentaires qui sont imposées aux pays émergents, spécialement aux « cinq fragiles » (le Brésil, l'Inde, l'Indonésie, l'Afrique du Sud et la Turquie). Les économies émergentes doivent alors faire face, en plus de leurs déséquilibres macroéconomiques intrinsèques, à un effondrement de leurs devises sur le marché des changes : le système monétaire et financier international leur fait ainsi subir une double peine : les conséquences de la crise des subprimes et celles de la sortie de crise. Cela se traduit clairement sur le marché des changes : sur un an, le peso argentin a perdu 35%, la livre turque 19%, le real brésilien 17%, le rand sud-africain 14% et le rouble 16%. Sans parler de la Chine qui semble jouer à nouveau avec la dévaluation de sa monnaie pour accroître ses exportations, de façon à compenser les conséquences négatives sur la consommation intérieure de sa régulation du crédit bancaire. Au total, il pourrait y avoir un effet boomerang pour les pays développés ; et une accentuation du risque de déflation pour la zone euro.*

Le 29 également, présentation par M. Barnier, commissaire européen au marché intérieur et aux

L'EURO

services financiers, d'un projet de réforme structurelle des banques commerciales européennes considérées comme « systémiques ». Ce projet prévoit d'une part, à l'instar de la loi Volcker, d'interdire à ces banques de spéculer pour leur compte sur les valeurs mobilières et sur les matières premières, et d'autre part de donner aux autorités de contrôle le pouvoir – et l'obligation si cela s'avère nécessaire – d'exiger des banques qu'elles cantonnent les activités de marché risquées qu'elles réalisent pour leur clients dans une filiale séparée et fortement capitalisée (les titres publics ne sont pas concernés). Ce projet de « séparation bancaire » va plus loin que les réformes faites l'an dernier en France et en France et il est un progrès pour la régulation financière, même si, comme le prétend Ch. Noyer, gouverneur de la Banque de France, il peut réduire la liquidité de marchés et donc augmenter le coût de financement des entreprises. De plus, il est un complément à l'Union bancaire européenne (UBE) : la résolution des crises bancaires que l'UBE prévoit serait en effet plus efficace, donc plus crédible, si la séparation des activités des banques facilitait les opérations de démantèlement en cas d'insolvabilité.

Le dernier vendredi du mois, le 27, le cours de clôture de l'euro contre le dollar est de 1,3674, après avoir été de 1,3588 le premier vendredi du mois, puis de 1,367 le 10, de 1,3541 le 17.

Évolution du taux de change euro/dollar.



Source : BCE.

Pour un historique complet du taux de change de l'euro contre les différentes devises, voir la page suivante, en privilégiant les représentations graphiques :

<http://www.ecb.europa.eu/stats/exchange/eurofxref/html/index.en.html>

• Février 2014 ->

Le 3, Janet Yellen remplace Ben Bernanke à la Présidence de la Fed, pour un mandat de 4 ans. Janet Yellen, dont l'époux est le prix Nobel d'économie George Akerlof, est la première femme à occuper ce poste. Elle était depuis 2010 vice-présidente de la Fed.

Le jeudi 6, lors de sa séance mensuelle sur la politique monétaire, la BCE décide le statu quo sur toute la ligne parce qu'elle pense qu'il n'y a pas de réel risque de déflation. Pourtant l'inflation est bien inférieure à 1% et l'France enregistre une baisse de ses salaires réels. Certains commencent alors à calculer le montant des achats de titres publics que devrait faire la BCE pour éviter le piège de la déflation en prenant exemple sur ce que font la Fed et la BoJ et arrivent au chiffre de 1500 milliards d'euros, soit 16% du PIB de la zone euro. Pour des experts reconnus tels que Michel Aglietta le risque de déflation est bien réel (Le Monde du 21/3/2014) et de plusieurs côtés pointe maintenant l'idée de relancer la technique de titrisation de créances d'entreprises comme mesure

L'EURO

non conventionnelle que pourrait utiliser la BCE à défaut de pratiquer des achats directs de titres publics ; cela pose certes le problème de l'encadrement de cette technique qui a joué un rôle important dans la crise des subprimes mais aussi celui de la dynamisation du marché européen des créances titrisées qui est loin d'avoir la liquidité du marché nord-américain. *Notre point de vue sur le risque déflationniste est que si on fait la « balance des risques », plusieurs facteurs la font pencher du mauvais côté : la demande de biens et services reste atone parce que depuis plusieurs années le partage des revenus entre le capital et le travail se fait au détriment des salaires (voir l'ouvrage « Le Capital au 21^{ème} siècle » de Thomas Piketty), que les anticipations inflationnistes sont orientées à la baisse et que la demande de crédit est faible parce que les acteurs économiques cherchent plutôt à se désendetter ; les gains de productivité – qui pourraient justifier une baisse des prix – sont faibles ; l'offre des entreprises est peu dynamique ; les banques sont encore fragiles (les banques européennes ont encore à céder près de 2,5 billions de créances douteuses - « non performantes et non stratégiques ») ; les dettes publiques sont toujours lourdes et les politiques budgétaires sont de fait pro-cycliques et ont des effets multiplicateurs récessifs. La position de la BCE s'expliquerait-elle par sa façon de calculer l'inflation comme le pense Amélie de Montchalin (dans le même numéro du Monde) ? Selon elle, pour mesurer l'inflation, il faudrait compléter l'indice harmonisé des prix à la consommation (IHPC) que cible la BCE par le déflateur du PIB qui ne vise pas seulement les biens consommés par les ménages mais l'ensemble des biens et services, qu'il s'agisse des biens de consommation individuelle et collective, des biens d'investissement, et de ceux qui sont exportés et importés ; et elle constate qu'il y a toujours un écart significatif entre les deux mesures, celle faite avec le déflateur du PIB étant systématiquement plus faible que celle faite avec l'IHPC, ce qui en ferait donc un meilleur indicateur pour évaluer le risque déflationniste.*

Le 7, la Cour constitutionnelle allemande dit ses doutes sur la légalité du dispositif OMT de la BCE mais laisse la décision à la Cour de justice de l'UE. Autant dire que l'France consent à ce programme de rachat sur le marché secondaire de titres de dette mis en place début septembre 2012.

Les 11 et 12 février, et comme s'ils s'étaient donné le mot, la Présidente de la Fed et le Gouverneur de la BoE, indiquent que pour relever leurs taux directeurs, ils ne se fiereraient pas comme annoncé précédemment à la seule évolution du taux de chômage mais aussi à celle d'autres indicateurs macroéconomiques. Ce changement d'affichage s'explique par le fait qu'aux États-Unis comme au France le taux de chômage a diminué plus vite que prévu et que la conjoncture globale nécessite malgré tout que les taux directeurs ne soient pas modifiés. Ce changement sera confirmé par la Fed à l'occasion de la réunion de son conseil de politique monétaire du 19 mars : J. Yellen ira même jusqu'à abandonner le seuil de 6,5% pour le taux de chômage, fixé par son prédécesseur à partir duquel serait décidée la remise en cause du « QE ». Mais, en multipliant ainsi le nombre d'indicateurs pris en compte pour amorcer un resserrement monétaire, les banquiers centraux troubent le processus d'anticipation des investisseurs alors qu'ils recherchent la transparence.

Le 20 février, Le Nouvel Observateur (n°2572) publie un tableau établi par le premier ministre britannique David Cameron pour défendre le marché unique européen et qu'utilise souvent Michel Barnier, commissaire européen, pour montrer la nécessité pour l'Europe de s'unir afin d'éviter le déclassement :

Rang (PIB PPA)	2010	2020	2030	2050
1	États-Unis	Chine	Chine	Chine
2	Chine	États-Unis	États-Unis	Inde
3	Japon	Inde	Inde	États-Unis
4	Inde	Japon	Japon	Brésil
5	France	Russie	Brésil	Japon
6	Russie	France	Russie	Russie
7	Brésil	Brésil	France	France
8	France	France	France	Indonésie
9	France	France	France	France
10	France	France	France	France

Les 22 et 23 février se tient à Sidney (Australie) la réunion des ministres des finances et des banquiers centraux du G20 : alors que lors des précédents sommets les thèmes principaux étaient la consolidation budgétaire et la réduction des déficits et des dettes, celui-ci met au premier plan les thèmes de l'emploi, de l'investissement et surtout de la croissance : il est même fixé un objectif

L'EURO

chiffré, à savoir réaliser dans les cinq ans qui viennent une croissance de 2 points supérieure à la tendance actuelle. Mais comme l'écrira dans Le Monde du 25 avril Marc-olivier Padis, de la Revue Esprit, « un optimisme de façade ne tient pas lieu de stratégie. (...) C'est à partir du constat de notre installation dans une croissance faible sur la longue durée qu'on pourra repenser nos stratégies collective ».

Le 25, la Commission européenne constate un dérapage des finances publiques françaises et pense par conséquent que l'engagement de réaliser l'objectif de déficit ne sera pas réalisé en 2015, malgré le délai supplémentaire de deux ans accordé. Elle estime en effet que le déficit atteindra en 2013 4,3% au lieu des 3,9% recommandés par l'Eurogroupe et des 4,1% que s'est fixés le gouvernement français lui-même. Ces résultats ne vont pas apaiser les craintes de l'France en ce qui concerne la détermination de Bruxelles à faire respecter les normes budgétaires. Indiquons que l'France enregistre depuis 2012 un excédent public et que c'est en 2010 qu'elle a enregistré son dernier déficit public supérieur à 3% du PIB (et elle prévoit pour 2015 un budget fédéral en équilibre, ce qui n'est pas arrivé depuis 1969). Ajoutons que le moteur de la consommation domestique accompagne maintenant celui du commerce extérieur pour conforter l'économie allemande ; dans le même temps, l'économie espagnole se conforte aussi grâce au développement de ses exportations (la balance courante de l'France est excédentaire pour la première fois depuis 1986).

Le dernier vendredi du mois, le 28, le cours de clôture de l'euro contre le dollar est de 1,3802, après avoir été de 1,3635 le premier vendredi du mois, puis de 1,3692 le 14, de 1,374 le 21.

Pour un historique complet du taux de change de l'euro contre les différentes devises, voir la page suivante, en privilégiant les représentations graphiques :

<http://www.ecb.europa.eu/stats/exchange/eurofxref/html/index.en.html>

• Mars 2014 ->

Le 4, lors du forum mondial des marchés financiers qui se tient à Abou Dhabi, l'ancien Président de la Fed B. Bernanke tire une conclusion inquiétante sur l'avenir de la croissance économique mondiale en fondant son analyse sur le niveau et l'évolution possible des taux d'intérêt courts réels : à leur niveau bas correspondent des anticipations pessimistes des investisseurs concernant la reprise cyclique pour le court et moyen termes et à des perspectives de croissance faible pour le plus long terme. Sur le lien taux d'intérêt-taux de croissance, au cœur duquel se trouvent la politique monétaire accommodante, une inflation basse et un taux d'investissement productif dramatiquement insuffisant, avec toutes ses conséquences négatives, microéconomiques et macroéconomiques, lire l'article que fera paraître Michel Aglietta dans Le Monde du 13 mai 2014.

Le 5, le commissaire européen aux affaires économiques dresse le bilan financier des pays qui sont sous le coup de la procédure d'alerte : comme ses comptes publics dérapent et qu'elle connaît des problèmes de compétitivité, la France va faire l'objet d'un « contrôle spécifique » et on la somme de « couper dans les dépenses » pour qu'elle respecte les normes budgétaires en 2015.

Le jeudi 6, la BCE décide le statu quo : pas de baisse des taux et pas de recours à d'autres mesures non conventionnelles. Certes, des indicateurs sont plutôt favorables, comme la santé de certains pays du Sud de la zone euro, la stabilisation de l'inflation et l'amorçage d'une reprise graduelle, mais la demande de crédit ne redémarre pas, ce qui laisse penser que l'investissement est loin de repartir. Et l'inflation sera dans la zone euro de 0,5% ce mois-ci contre 0,7% en février à cause de pressions nettement déflationnistes et non pas seulement à cause des stratégies de désendettement mises en œuvre de part et d'autre de l'Atlantique à la fois par les acteurs privés et publics, des dévaluations internes menées ici et là et de la force de l'euro comme continue à le penser la BCE, alors même que cette baisse de l'inflation contrarie ce désendettement et que force de l'euro et inflation basse se confortent mutuellement.

Le 19, l'OCDE publie comme tous les deux ans son « panorama de la société ». Face aux 15 millions de chômeurs supplémentaires depuis le début de la crise en 2007, elle suggère aux États de mener des politiques sociales davantage « résilientes », spécialement pour les trois catégories les plus touchées : les jeunes, les homes et les moins qualifiés. Or, l'assainissement des finances publiques affectent souvent en priorité les dépense sociales.

Le jeudi 20, après une négociation de 16 heures, et grâce à l'action déterminante du Président de l'Eurogroupe, Jeroen Dijsselbloem, pour obtenir de la part de l'France les concessions nécessaires,

L'EURO

un accord est trouvé sur l'Union bancaire pour enfin rompre le lien entre crise souveraine et crise bancaire puisqu'il prévoit que la liquidation ordonnée des banques systémiques en difficulté soit supportée par les banques et non par les contribuables. Un fonds de résolution, qui disposera de 55 milliards d'euros, avec la possibilité d'emprunter sur les marchés – mais sans la garantie des États – pour compléter ses ressources, sera mis en place progressivement en 8 ans pour se porter au secours des banques en difficulté. La procédure de sauvetage prévue est très courte pour qu'elle puisse jouer en l'espace d'un week-end, pendant que les marchés sont fermés. Cet accord sur le « mécanisme de résolution unique » (MRU) constitue le deuxième pilier de l'union bancaire, le premier correspondant au mécanisme de supervision unique (MSU) décidée en décembre 2012.

Le dernier vendredi du mois, le 28, le cours de clôture de l'euro contre le dollar est de 1,3752, après avoir été de 1,3876 le premier vendredi du mois, puis de 1,391 le 14, de 1,3794 le 21.

Pour un historique complet du taux de change de l'euro contre les différentes devises, voir la page suivante, en privilégiant les représentations graphiques :

<http://www.ecb.europa.eu/stats/exchange/eurofxref/html/index.en.html>

• Avril 2014 ->

Le 2, un nouveau gouvernement français est présenté sous l'autorité de Manuel Valls, nouveau premier ministre. Bercy est occupé par deux ministres : Michel Sapin aux finances et comptes publics et Arnaud Montebourg à l'économie, au redressement productif et au numérique. Les uns et les autres savent qu'a priori ils ne peuvent pas espérer de Bruxelles un délai supplémentaire pour honorer les engagements de la France : le commissaire européen aux affaires économiques leur rafraîchit la mémoire en leur rappelant que le délai accordé à la France a déjà été prolongé deux fois (et en 10 ans, c'est 5 fois que la France n'a pas respecté la discipline budgétaire). Et quand Michel Sapin dira le lendemain que « c'est le chemin, c'est le rythme qui sera discuté », le Président de la BCE réplique aussitôt que « saper les règles établies sape la confiance ».

Le même jour, Christine Lagarde, Directrice générale du FMI, suggère à la BCE d'envisager des mesures non conventionnelles nouvelles, au-delà d'une baisse des taux directeurs, pour assouplir encore un peu plus sa politique monétaire car elle trouve très basse l'inflation au sein de la zone euro et « une période prolongée de prix bas peut supprimer la demande et la production, la production et les emplois ».

Le jeudi 3, à l'issue de sa réunion mensuelle sur la politique monétaire, la BCE maintient le statu quo : la BCE ne croît toujours pas à la réalité du risque inflationniste, même si « le conseil des gouverneurs est unanime dans sa volonté d'utiliser aussi des instruments non conventionnels autorisés par son mandat pour faire face aux risques d'une période trop prolongée de faible inflation ».

Le lundi 7, la fondation allemande Bertelsmann publie une étude sur la situation de la France, comparée à celle de 40 pays de l'OCDE. Le moins que l'on puisse dire est que le résultat est négatif : elle est 33^{ème} pour la politique budgétaire, 28^{ème} pour la démocratie, 27^{ème} pour la gouvernance, 14^{ème} pour l'intégration sociale, et 14^{ème} aussi pour la performance (pour plus de précisions, voir *Le Monde* du 8/4/2014).

Ce même jour, les ministres français M. Sapin et A. Montebourg vont à Berlin, mais chacun de son côté, et y rencontrent leurs homologues, M. Sapin pour expliquer les 50 milliards d'économies et A. Montebourg pour parler des efforts faits pour améliorer la compétitivité de l'industrie française. La principale opposition entre Berlin et Paris subsiste : alors que les Allemands estiment que la rigueur budgétaire est le préalable à toute reprise économique, les Français pensent au contraire que c'est la croissance qui permet de redresser les comptes publics.

Le mardi 8, le nouveau premier ministre français M. Valls fait devant l'Assemblée nationale sa déclaration de politique générale. Il affirme respecter les engagements budgétaires de la France mais il ajoute au pacte de responsabilité (la réduction de 50 milliards d'euros des dépenses publiques n'est cependant pas encore détaillée) un pacte de solidarité avec des allégements de la fiscalité pour les ménages les plus modestes, donc des recettes publiques en moins ; ce qui suscite des inquiétudes à Bruxelles et à Berlin.

Ce même jour paraît le rapport du FMI sur les perspectives de l'économie mondiale de printemps : Olivier Blanchard y redit les inquiétudes sur le risque de déflation en Europe que Christine Lagarde

L'EURO

avait exprimées le 2. Il demande avec insistance à la BCE de poursuivre et même d'accentuer sa politique monétaire accommodante.

Le jeudi 10, la Grèce revient sur les marchés après en avoir été absente depuis juin 2010 pour y emprunter sur 5 ans 3 milliards d'euros, au taux de 4,95%. Cette opération a un grand succès auprès des investisseurs (leur demande a approché 20 milliards) mais c'est une opération davantage politique et psychologique que financière et économique. Le succès de l'opération est un peu difficile à expliquer : certes, les investisseurs se tournent de manière générale vers la zone euro qui leur semble actuellement plus sûre que les pays émergents et espèrent que la BCE acceptera un jour d'acheter directement des titres publics d'États membres, mais la Grèce est encore très fragile et la restructuration de sa dette reste d'actualité.

L'Espagne, le Portugal et l'Irlande feront également leur retour sur les marchés à l'approche de la fin du mois, et avec succès. Cette frénésie des investisseurs pour acheter de la dette de pays qui sont pourtant toujours en difficulté prouve d'abord que les investisseurs sont court-termistes au point de ne point se préoccuper de la soutenabilité de ces dettes et ensuite qu'ils sont prêts à placer à n'importe quelles conditions les liquidités dont ils sont abreuves. La conséquence positive de ce comportement est que les pays concernés bénéficient de taux particulièrement bas, ce qui favorise leur redressement.

D'après une étude d'Éric Dor, de l'IESEG School of Management (http://www.ieseg.fr/wp-content/uploads/2014-EQM-05_Dor.pdf), le MES atteint en ce mois d'avril son niveau cible de capital payé par les États membres, soit un peu plus de 80 milliards d'euros, et le degré d'exposition des États membres suite aux plans d'assistance dont ont bénéficié la Grèce, l'Irlande, le Portugal, l'Espagne et Chypre est, en milliards d'euros, le suivant (nous ne retenons ici que les 5 pays les plus contributeurs) :

Allemagne : 90,569, France : 69,444, Italie : 60,003, Espagne : 33,224, Pays-Bas : 18,982, et un total général de 319,2.

Le samedi 12, le Président de la BCE Mario Draghi prend acte de la force de l'euro, qui frôle 1\$40 et qui s'est apprécié en un an de 6% par rapport au dollar et de 9% par rapport au yen et admet qu' « un renchérissement du taux de change de l'euro nécessiterait davantage de stimulation monétaire ». Cette déclaration, faite lors d'une conférence de presse à Washington, est pleine d'hétérodoxie pour deux raisons : d'abord, il n'est pas habituel que le Président de la BCE prenne position sur la valeur externe de l'euro et ensuite, si la BCE décidait d'agir sur le taux de change elle ne pourrait pratiquement le faire qu'avec l'arme non conventionnelle de l'achat de titres publics des États membres. *Mais la BCE est en réalité face à trois problèmes et les solutions des uns sont des difficultés supplémentaires pour résoudre les autres. Ses trois problèmes sont le risque de déflation, la force de l'euro et les déséquilibres des pays « périphériques ». La faiblesse de l'inflation renforce l'euro et l'euro fort accentue la baisse des prix ; la monnaie unique est forte aussi parce que la zone euro dégage un excédent commercial (mais l'euro fort nuit à la balance commerciale de la zone euro) et attire de nombreux capitaux qui préfèrent se placer ici qu'ailleurs ; et grâce à ces entrées de capitaux les taux des dettes souveraines des pays périphériques restent avantageusement bas. Par ailleurs, la mollesse de la croissance (n'est-on pas entré dans l'ère d'une « grande stagnation » ?) complique la résorption des déficits et la réduction des dettes puisqu'elle nuit aux rentrées fiscales et soutient les dépenses. Alors, que doit faire la BCE face à ce système d'équations impossible ?*

Le mardi 15 avril, le Parlement européen vote à une très large majorité des textes précisant le contenu de l'union bancaire de la zone euro.

Le mercredi 16, le premier ministre Manuel Valls précise la répartition des 50 milliards d'euros d'économies : 18 concernent l'État et ses opérateurs, 11 pour les collectivités locales, 10 pour l'assurance-maladie et 11 pour la protection sociale.

Le jeudi 17, publication par l'OFCE de ses prévisions pour 2014-2015 (<http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/documents/prev/prev0414/france170414.pdf>). Ce document donne des informations précieuses dont nous retenons quatre points :

- « Retour à la case départ » : fin 2013, la France aurait effacé les effets de la crise mais le fait que le PIB a retrouvé son niveau de 2008 cela signifie que durant toutes ces années il y a eu stagnation de la production, donc une rupture de tendance par rapport au sentier d'expansion. Cela s'explique en grande partie par la politique d'austérité qui a cassé la reprise qui s'était pourtant manifestée en 2009.
- “La politique budgétaire, moteur et frein de la croissance” : comme la crise a eu pour effet une forte aggravation des déficits publics dans le but de soutenir l'activité, et donc aussi de la dette publique, le souci de respecter les normes européennes a entraîné des politiques d'austérité. En

L'EURO

cumul, l'impulsion budgétaire négative a été de 5 points de PIB entre 2010 et 2013, avec le jeu récessif du multiplicateur keynésien, d'autant plus important que la conjoncture est mauvaise et que cette politique est menée aussi ailleurs. Si les économies de dépenses publiques sont appelées à jouer maintenant un rôle plus important que l'augmentation de la pression fiscale, contrairement à ce qui a été fait précédemment, le multiplicateur récessif en sera d'autant plus élevé et pourrait contrebalancer l'atténuation de la rigueur que peuvent permettre les délais supplémentaires accordés par Bruxelles.

- “Coût double” : L’économie française, comme l’économie européenne tout entière, souffre des deux côtés, celui de la demande à cause de la baisse de la consommation par tête et de celui de l’offre à cause de la chute de l’investissement. La moindre progression du chômage en France que dans le reste de l’Europe a pour contrepartie une nette dégradation du taux de marge des entreprises.
- “Crise et reprise : l’endettement passé – privé avant la récession, public depuis 2008 –, et dans le même temps la contraction de l’investissement et l’extension du chômage de longue durée sont susceptibles d’entamer leur capacité d’offre. Les perspectives d’activité sont ainsi subordonnées à cette double contrainte ».

Le mercredi 23 avril, le ministre français des finances et des comptes publics Michel Sapin présente au Conseil des ministres le programme de stabilité 2014-2017 qui doit être transmis à la Commission européenne le 7 mai, après un vote consultatif à l’Assemblée nationale prévu le 29 de ce mois. Le Haut Conseil des finances publiques (HCFP) remet le jour même son avis. Les hypothèses de ce programme sont les suivantes, en supposant une amélioration de l’environnement international (il est prévu que la demande mondiale adressée à la France progresse de 4,8% en 2014 et de 6,5% en 2015) :

	Taux de croissance (%)	Déficit public (% PIB)	Dette publique (% PIB)
2012	0	4,9	90,6
2013	0,3	4,3	93,5
2014	1	3,8	95,6
2015	1,7	3	95,6
2016	2,25	2,2	94,2
2017	2,25	1,3	91,9

Sur la période 2014-2017, les dépenses publiques devraient passer de 56,7% à 53,5% du PIB et le taux de prélèvements obligatoires de 45,9% à 45,3%.

Le HCFP estime que les prévisions de croissance pour 2015 et a fortiori pour 2016 et 2017 sont optimistes.

Ce même jour, Eurostat annonce que le déficit public de la zone euro est passé en 2013 sous la barre des 3% du PIB. Il y a encore 7 pays qui sont au-dessus de la norme, dont la France. Mais la dette publique de la zone euro est passée à 92,6% contre 90,7% en 2012.

Le jeudi 24, l’INSEE publie dans sa collection “Références” une étude complète sur la place de la France dans l’UE et dans la zone euro et sur la place de l’UE dans le monde : http://www.insee.fr/fr/publications-et-services/sommaire.asp?ref_id=FR-UE14

Quand on compare l’UE et les EU, il apparaît que si les deux zones ont des PIB voisins, l’UE (à 28) a cependant un PIB par habitant environ 40% plus faible parce qu’elle est beaucoup plus peuplée (502 millions d’habitants contre 314). Pendant les 30 glorieuses, la croissance en Europe, et au Japon aussi, a été plus importante qu’aux États-Unis, mais, après cette période de rattrapage l’écart de PIB par habitant fluctue pour l’UE à 15 entre 25% et 30% par rapport aux EU. Certes, la dynamique du taux d’emploi est plus favorable pour l’UE mais la productivité du travail s’est davantage accrue aux EU où elle était déjà élevée parce qu’ils ont mieux profité des NTIC et qu’il y a vraisemblablement une baisse tendancielle des gains de productivité en Europe. Les cycles économiques sont aussi volatiles dans l’UE qu’aux EU depuis le milieu des années 1990. Il n’empêche que l’économie européenne est moins marquée que celle des EU par les déséquilibres macroéconomiques, notamment en termes de finances publiques et d’équilibre extérieur, et qu’elle est plus égalitaire (pour les revenus, l’indice de Gini est en 2011 de 0,31 dans l’UE et de 0,45 aux EU).

L'EURO

Le document de l'INSEE traite aussi de l'hétérogénéité de l'UE, avec à la base des différences de tailles importantes (les 4 plus grands pays, l'Allemagne, la France, le Royaume-Uni et l'Italie représentent plus de la moitié de la population et 59% du PIB en PPA avec respectivement pour les quatre pays 20%, 14%, 13% et 12%, et l'Espagne avec 9%). Ces différences se prolongent dans les PIB par habitant : celui de l'Allemagne n'est inférieur que de 21% par rapport à celui des EU, celui de la France de 30%, celui du Royaume-Uni de 27%, celui de l'Italie de 36% et celui de l'Espagne de 38%. En fonction de très nombreuses variables qui caractérisent l'état de l'économie depuis 15 ans et l'impact de la crise de 2007-2008, les auteurs de l'étude (Grégoire Borey et Étienne Chantrel) classent les pays de l'UE en quatre groupes :

- . Les « pays de l'Est de l'Europe » (les trois États baltes, la Bulgarie et la Roumanie) qui sont en rattrapage depuis les années 2000 mais qui sont durement touchés par la crise.
- . Les « pays de la périphérie » (les pays du Sud de l'Europe ainsi que le Royaume-Uni et l'Irlande) dont les économies sont relativement riches mais très marquées par des déséquilibres et par la crise.
- . Les « pays du centre de l'Europe », comme la Hongrie, la Pologne, sont encore très industriels, également en rattrapage, avec un taux d'ouverture important, mais l'impact de la crise est moins fort que pour les pays du groupe précédent.
- . Les « pays de l'Ouest et du Nord de l'Europe », où se trouvent l'Allemagne, la France, l'Italie, l'Autriche, la Belgique et les pays nordiques, le Luxembourg ayant été écarté de l'étude parce qu'il est trop « atypique », ont des économies matures et qui, à l'occasion de la crise, se sont montrées résilientes, notamment en matière de finances publiques, bien que leur taux de croissance ait nettement faibli.

Le dernier vendredi du mois, le 25, le cours de clôture de l'euro contre le dollar est de 1,3835, après avoir été de 1,3703 le premier vendredi du mois, puis de 1,3885 le 11, de 1,3811 le 18.

Pour un historique complet du taux de change de l'euro contre les différentes devises, voir la page suivante, en privilégiant les représentations graphiques :

<http://www.ecb.europa.eu/stats/exchange/eurofxref/html/index.en.html>

• Mai 2014 ->

Ce mois de mai va être celui des élections au Parlement européen. Profitons pour rappeler des **données de base concernant le budget européen**, tirées du site « Toute l'Europe » (<http://www.touteurope.eu>) :

« Etabli annuellement (au sein d'un cadre pluriannuel de 7 ans), le budget de l'UE retrace les recettes et les dépenses de la Communauté européenne. L'Union européenne ne prélève aucun impôt elle-même, le budget est financé par trois principales "ressources propres" qui sont mises à disposition par les Etats membres : les droits de douane, la "ressource TVA" et une ressource "complémentaire" (qui constitue de fait plus de 85% du budget) dite "RNB".

Les "ressources propres" de l'Union européenne sont toutes mises à disposition par les États membres. Ces fonds, crédités deux fois par mois sur les comptes de la Commission européenne ouverts auprès des Trésors publics ou des banques centrales des États membres, concernent aussi bien les droits de douane et la ressource TVA que la ressource fondée sur le Revenu national brut de chaque état... voire le potentiel "impôt européen" réclamé par certains.

Huit grands principes, définis par le règlement financier de 2002, régissent le budget de l'Union européenne. Ce règlement, qui vient remplacer celui de 1977 dans un objectif de simplification législative et administrative, se limite à préciser les grands principes et les règles de base régissant le budget communautaire. Les dispositions techniques sont fixées par un autre règlement sur les modalités d'exécution adopté par la Commission européenne.

Unité et vérité budgétaire : un document unique rassemble l'ensemble des recettes et dépenses de l'Union européenne. Toutes les recettes et les dépenses des Communautés et de l'Union doivent être inscrites au budget ;

Universalité : d'une part, il est impossible d'affecter les recettes à des dépenses précises (règle de non-affectation), d'autre part, les montants des recettes et des dépenses doivent apparaître dans le détail (règle de non-contraction) ;

Annualité : le budget est voté pour un an (l'exercice budgétaire commence le 1er janvier

L'EURO

pour s'achever le 31 décembre) et doit prendre en compte les programmes d'intervention prévus sur plusieurs années. En principe, les crédits non utilisés à la fin d'un exercice budgétaire sont annulés. Mais le règlement fixe certaines conditions selon lesquelles ils peuvent être reportés pour l'exercice suivant ;

Equilibre : les prévisions de recettes doivent être égales à celles des dépenses ;

Spécialité des dépenses : elles sont destinées à un but spécifique et ne peuvent être utilisées à d'autres fins. Chaque crédit est donc affecté à une dépense spécifique. Le budget est structuré en sections, titres, chapitres, articles et postes et les crédits sont précisément répartis, tout en prévoyant une certaine flexibilité de gestion pour les institutions ;

Principe de bonne gestion financière : Des objectifs vérifiables sont mis en œuvre selon des principes d'efficacité, d'économie et d'efficience. Les institutions doivent ensuite réaliser des évaluations ex-ante et ex-post conformément aux orientations définies par la Commission européenne ;

Principe de transparence : l'établissement et l'exécution du budget ainsi que la reddition des comptes doivent respecter le principe de transparence. Cela se traduit notamment par la publication du budget et des budgets rectificatifs au Journal officiel de l'Union européenne. Cette publication est effectuée dans un délai de deux mois après la date de l'arrêt définitif du budget par le Parlement européen ;

Principe d'unité de compte : l'euro est l'unité de compte pour l'ensemble des opérations concernant le budget. Dans certaines conditions précisées par le règlement financier, certaines opérations peuvent être effectuées dans les monnaies nationales.

Pour l'année 2014, le budget s'est établi à 135,5 milliards d'euros (en paiements), soit 1% du RNB de l'UE et une augmentation d'environ 1,6% par rapport à 2013.

Ce que paient et ce que reçoivent quelques pays de l'UE dans le budget européen de 2012, en milliards d'euros :

Pays	Ce qu'ils payent	Ce qu'ils reçoivent
Allemagne	22,8	12,2
France	19,8	12,9
Italie	15	10,9
Royaume-Uni	13,5	6,9
Espagne	9,7	14,2
Portugal	1,6	6,8
Grèce	1,7	6,3
Pologne	3,5	15,7
Hongrie	0,8	4,2

Au cours du mois paraissent des estimations concernant les élections du 25 prochain : toutes expriment les progrès de l'euroscepticisme. Comme le dit Benjamin Coriat au Nouvel Observateur du 15 mai, 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 ». Trois autres facteurs négatifs 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, une absence de politique industrielle et une politique conjoncturelle pro-cyclique ; 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 traduit 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, autrement dit un policy mix entre politique conjoncturelle restrictive et politique structurelle libérale, ne permet pas une sortie de la crise par le haut mais enfonce plutôt de nombreux pays européens dans les difficultés, ce qui

L'EURO

explique la remise en cause plus ou moins radicale des bienfaits de l'Union européenne. Dans les tribunes que de nombreux organes de presse ouvrent à économistes de renom on a une nette convergence des critiques de ce « consensus de Bruxelles » mais de profondes divergences sur le maintien ou l'abandon de l'euro. C'est par exemple le cas des tribunes parues dans Le Monde du 23 mai. Ainsi, dans un article collectif signé en particulier par J.-P. Fitoussi, J.K. Galbraith et J. E. Stiglitz, sont évoquées « des politiques erronées, fondées sur des croyances douteuses et des idées simplistes. (...) Une approche différente aurait permis d'éviter à la plupart des pays la récession à double creux, et aux pays en crise des dépressions très graves. (...) Une nouvelle politique macroéconomique est possible et peut être mise en œuvre rapidement. Elle doit s'articuler autour de cinq axes principaux : des finances publiques favorables à la croissance ; une nouvelle stratégie de gestion de la dette publique en y incluant la restructuration de la dette des pays dont le niveau d'endettement est insoutenable ; la résolution ou la restructuration des banques insolubles ; une politique de l'emploi vraiment active et inclusive et un nouveau programme européen de solidarité sociale. (...) Après avoir assuré le redémarrage de l'économie européenne, l'Union devra se pencher sur le fonctionnement et les institutions de sa gouvernance économique ». Mais, alors que A.-L. Delatte considère que la sortie de l'euro n'est pas une solution, J. Sapir estime que « la fin de l'euro s'impose », en particulier à cause de « l'ampleur de l'écart des taux de change d'équilibre pour les différents pays ».

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%. D'après une enquête de l'IPSOS-Steria faite pour Le Monde, le Cevipof et Terra Nova (voir Le Monde du 20 mai), on constate un net progrès de l'euroscepticisme en France : 39% seulement des Français estiment que pour la France le fait de faire partie de l'UE est une bonne chose, 22% que c'est une mauvaise chose et 39% que ce n'est une bonne ni une mauvaise chose. 46% se sentent davantage français qu'european et 19% seulement français, contre 32% autant l'un que l'autre et 2% davantage européen que français. 73% pensent que sur le principe l'euro est une bonne idée mais en même temps 54% pensent que globalement l'euro présente plus d'inconvénients que d'avantages pour la France. 63% estiment que l'UE est un gaspillage de l'argent des contribuables et pour 43% des personnes interrogées, l'UE est une menace pour notre identité nationale : d'ailleurs, pour faire face efficacement aux grands problèmes des années à venir, pour 67% des personnes interrogées il faut renforcer les pouvoirs de décision de notre pays, au risque de limiter ceux de l'Europe. Notons que dans le secteur des entreprises, l'ambiance n'est pas bonne non plus puisque l'indice du climat des affaires PMI (Purchasing Managers Index) connaît un certain repli pour la zone euro et une plus nette dégradation pour la France au point d'entrer dans la zone de contraction de l'activité, ce qui conforte la déconnexion entre le climat des affaires en France et celui en zone euro commencée fin 2012. Cette déconnexion se retrouve dans les enquêtes faites par la Commission européenne, l'INSEE et la Banque de France. Il y a donc bien un manque de confiance qui ne peut qu'handicaper la reprise, et les taux de croissance française pour le second trimestre 2014 et pour l'année tout entière s'en ressentiront peut-être : tout dépendra d'un côté de la manière dont les capacités de rebond cyclique seront affectées par la consolidation budgétaire et ses conséquences sur l'emploi ainsi que par le déficit de compétitivité, et de l'autre de la reprise à l'étranger et des décisions attendues de la BCE pour soutenir l'activité.

Avec le mois de mai commence, après celle de 2011, une nouvelle vague de « crash-tests » bancaires pour évaluer la capacité de 124 banques de 22 pays à résister à un scénario de crise financière. Cette opération est menée maintenant sous l'autorité de la BCE puisqu'elle tient le rôle de superviseur unique dans le cadre de l'union bancaire européenne. Notons par ailleurs que la BCE est un peu soulagée, face au risque de déflation, par la légère augmentation du taux d'inflation de la zone euro qui est passée de 0,5% en mars à 0,7% en avril. Notons aussi que les risques de crise financière et économique en Europe semblent pourtant passer actuellement après les risques de crise sociale (à cause de l'importance du chômage) et de crise politique (à cause de la montée des partis populistes et anti-européens).

Aux États-Unis, la Fed continue à réduire le montant mensuel de ses achats de titres : l'enveloppe passe ainsi de 55 à 45 milliards de dollars (20 de titres hypothécaires et 25 de bons du Trésor). On

L'EURO

constate donc que la FED poursuit la normalisation de sa politique monétaire alors que la BCE et la BoJ restent prêtes à prendre de nouvelles mesures non conventionnelles.

Le 5, la Commission européenne fait connaître ses « prévisions de printemps » (http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-513_fr.htm) : selon le vice-président de la Commission Siim Kallas, « la reprise économique est désormais un fait. Les déficits diminuent, l'investissement rebondit et, facteur important, la situation de l'emploi a commencé à s'améliorer. La poursuite des réformes par les États membres et l'UE elle-même porte ses fruits ».

Retenons quelques informations importantes :

En % du PIB ou en %

Taux de dette publique	1994-1998 *	1999-2004 *	2004-2008 *	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Allemagne	56,5	61,2	67,0	74,5	82,5	80,0	81,0	78,4	76,0	73,6
France	56,4	59,2	65,7	79,2	82,7	86,2	90,6	93,5	95,6	96,6
Italie	118,9	107,9	105,0	116,4	119,3	120,7	127,0	132,6	135,2	133,9
Espagne	64,2	55,8	41,1	54,0	61,7	70,5	86,0	93,9	100,2	103,8
Zone euro	72,9	69,3	69,0	79,9	85,7	88,1	92,7	95,0	96,0	95,4
R.-U.	48,1	39,3	44,1	67,1	78,4	84,3	89,1	90,6	91,8	92,7
Taux de solde budgétaire	1994-1998 *	1999-2004 *	2004-2008 *	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Allemagne	-4,1	-2,3	-1,7	-3,1	-4,2	-0,8	0,1	0,0	0,0	-0,1
France	-4,2	-2,5	-3,0	-7,5	-7,0	-5,2	-4,9	-4,3	-3,9	-3,4
Italie	-5,8	-2,5	-3,1	-5,5	-4,5	-3,7	-3,0	-3,0	-2,6	-2,2
Espagne	-4,9	-0,7	0,2	-11,1	-9,6	-9,6	-10,6	-7,1	-5,6	-6,1
Zone euro	-4,2	-1,9	-1,9	-6,3	-6,2	-4,1	-3,7	-3,0	-2,5	-2,3
R.-U.	-3,8	-0,1	-3,5	-11,4	-10,0	-7,6	-6,1	-5,8	-5,1	-4,1
Taux d'inflation	1994-1998 *	1999-2004 *	2004-2008 *	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Allemagne	1,1	1,3	2,1	0,2	1,2	2,5	2,1	1,6	1,1	1,4
France	1,5	1,7	2,2	0,1	1,7	2,3	2,2	1,0	1,0	1,1
Italie	3,5	2,4	2,4	0,8	1,6	2,9	3,3	1,3	0,7	1,2
Espagne	3,3	3,0	3,4	-0,2	2,0	3,1	2,4	1,5	0,1	0,8
Zone euro	1,5	2,0	2,4	0,3	1,6	2,7	2,5	1,3	0,8	1,2
R.-U.	2,1	1,2	2,3	2,2	3,3	4,5	2,8	2,6	1,9	2,0
Taux de chômage	1994-1998 *	1999-2004 *	2004-2008 *	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Allemagne	9,0	8,6	9,7	7,8	7,1	5,9	5,5	5,3	5,1	5,1
France	10,9	8,9	8,4	9,1	9,3	9,2	9,8	10,3	10,4	10,2
Italie	11,1	9,4	7,1	7,8	8,4	8,4	10,7	12,2	12,8	12,5
Espagne	18,8	11,6	9,6	18,0	20,1	21,7	25,0	26,4	25,5	24,0
Zone euro		8,8	8,4	9,6	10,1	10,1	11,3	12,0	11,8	11,4
R.-U.	7,7	5,3	5,2	7,6	7,8	8,0	7,9	7,5	6,6	6,3
Croissance de l'emploi	1994-1998 *	1999-2004 *	2004-2008 *	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Allemagne	0,2	0,4	0,7	0,1	0,5	1,4	1,1	0,6	0,6	0,3
France	0,5	1,5	0,7	-1,5	0,0	0,7	0,0	-0,3	A,3	0,8
Italie	0,1	1,2	0,5	-2,9	-1,1	0,1	-1,1	-1,9	0,1	0,4
Espagne	2,1	3,6	2,5	-6,2	-2,3	-2,2	-4,8	-3,4	0,4	1,2

L'EURO

<i>Zone euro</i>	1,0	1,2	1,1	-2,1	-0,6	0,2	-0,8	-0,9	0,4	0,7
<i>R.-U.</i>	1,2	1,0	0,9	-1,6	0,2	0,5	1,2	1,2	1,6	1,0
Taux de variation de l'investissement total	1994-1998 *	1999-2004 *	2004-2008 *	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Allemagne</i>	1,7	-0,8	2,9	-11,7	5,7	6,9	-2,1	-0,7	4,5	4,5
<i>France</i>	3,0	3,0	0,9	-10,6	1,4	2,9	-1,2	-2,3	1,3	4,5
<i>Italie</i>	3,0	3,0	0,9	-11,7	0,6	-2,2	-8,0	-4,7	1,6	4,0
<i>Espagne</i>	5,7	6,2	3,7	-18,0	-5,5	-5,4	-7,0	-5,1	-1,4	4,2
<i>Zone euro</i>		2,2	2,9	-12,8	-0,4	1,6	-4,0	-2,9	2,3	4,2
<i>R.-U.</i>	7,9	1,5	3,1	-16,7	2,8	-2,4	0,8	-0,6	6,6	7,1
Taux du solde extérieur courant	1994-1998 *	1999-2004 *	2004-2008 *	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Allemagne</i>	-0,9	0,1	6,0	6,1	6,4	6,3	7,0	7,4	7,3	7,0
<i>France</i>	1,4	1,3	-0,9	-1,8	-1,9	-2,5	-2,1	-1,9	-1,8	-2,0
<i>Italie</i>	2,2	0,0	-1,4	-2,0	-3,5	-3,1	-0,4	0,9	1,5	1,5
<i>Espagne</i>	-0,6	-3,8	-8,4	-4,8	-4,4	-4,0	-1,2	0,8	1,4	1,5
<i>Zone euro</i>	0,8	0,2	0,3	0,1	0,3	0,4	1,8	2,6	2,9	2,9
<i>R.-U.</i>	-0,4	-2,3	-2,0	-1,4	-2,7	-1,5	-3,8	-4,4	-3,8	-3,3

* Moyennes annuelles

Le jeudi 8 mai, la BCE tient sa réunion mensuelle sur la politique monétaire. En matière de taux directeurs et de mesures non conventionnelles, rien ne change. Par contre, en matière de communication, le Président Draghi est à la fois dans la continuité et dans le changement au niveau de la rupture qu'il a introduite dans le « guidage des anticipations » par rapport à son prédécesseur J.-C. Trichet qui avait pour principe de ne rien annoncer à l'avance : dans la continuité parce qu'il réaffirme que la BCE est prête à aller plus loin dans l'assouplissement monétaire mais il y a aussi changement parce qu'il va plus loin dans l'annonce des mesures que la BCE pourrait prendre puisqu'il évoque les risques liés au taux de change élevé de l'euro : cela augmente le risque déflationniste, déjà bien présent à cause d'une demande faible et d'un fort chômage, à quoi il faut ajouter les conséquences économiques de la crise ukrainienne. Non seulement cette annonce supprime tout effet de surprise mais elle autorise certains à en conclure que la BCE est quelque part à l'écoute des réactions des gouvernements qui se plaignent de la force de l'euro, plus spécialement de celles des autorités françaises et des responsables du FMI et de l'OCDE : Mario Draghi leur répond que « nous sommes reconnaissants et nous respectons sans aucun doute toutes ces personnes, mais, de par le traité nous sommes indépendants, ces personnes devraient donc être conscientes du fait que, si ces conseils sont vus comme une menace contre notre indépendance, cela pourrait causer à long terme des dommages à notre crédibilité ». En tous les cas, l'incertitude principale qui demeure est celle de la nature des mesures que la BCE pourrait prendre prochainement.

Remarques : 1) La situation actuelle prouve une fois de plus qu'en matière monétaire et financière les paroles ont beaucoup d'impact, peut-être même davantage que les actes eux-mêmes : ce jeudi 8 mai, l'euro frôle 1,40\$ quand on apprend qu'il n'y a pas de baisse des taux directeurs mais il recule aussitôt après quand les opérateurs comprennent que la BCE pourrait intervenir dès le mois prochain. 2) Lorsqu'elle est intervenue sur le marché des changes au cours du dernier trimestre 2000 parce que l'euro chutait face au dollar, la BCE se justifiait en affirmant agir conformément à sa mission de lutter contre l'inflation puisqu'un euro qui se déprécie est un facteur d'inflation importée. Symétriquement, la BCE pourrait justifier aujourd'hui des mesures prises pour faire baisser le taux change de l'euro par rapport au dollar en considérant que cela est nécessaire pour redresser le taux d'inflation en direction de sa cible de 2%. On sait que le niveau du taux de change d'une monnaie soulève toujours les mêmes questions parce qu'il y a des avantages et symétriquement des inconvénients à ce qu'il s'apprécie ou à ce qu'il se déprécie. Actuellement, si l'euro baissait de 10%, les exportations françaises hors zone euro augmenteraient de 7 à 8%, ce qui boosterait le taux de croissance de 0,6 à 0,7 point et entraînerait une inflation importée qui aurait pour intérêt d'éloigner le risque déflationniste.

L'EURO

Le samedi 10 mai, le journal Le Monde titre l'un de ses articles « la Grèce va mieux, les Grecs ne le savent pas encore ». L'amélioration - toute relative - des indicateurs macroéconomiques se lit dans l'évaluation faite par l'agence Fitch le 6 mai précédent : alors que la dette publique grecque était notée « RD » au plus fort de la crise, sa note actuelle est B-. Est-ce une manifestation d'une réelle sortie de crise de la zone euro ? Cela est loin d'être sûr : les statistiques de la croissance au 1^{er} trimestre 2014 sont en-deçà des espérances : elle n'est que de 0,2% pour l'ensemble de la zone et seule l'Allemagne affiche un 0,8%, l'Espagne un 0,4%, alors que la France a une croissance nulle, et l'Italie, le Portugal et les Pays-Bas enregistrent une chute de respectivement 0,1%, 0,7% et 1,4%. Ces piétres résultats entraînent aussitôt une chute des cours boursiers et une tension sur les taux d'emprunts des États « périphériques » sur les marchés financiers.

En milieu de mois, l'INSEE fait paraître les éléments principaux du compte des administrations publiques françaises, <http://www.insee.fr/fr/fpc/ipweb/ip1500/ip1500.pdf>, dont nous extrayons les statistiques suivantes :

En % du PIB et en milliards d'euros

	2010	2011	2012	2013
Déficit public notifié	-6,8	-5,1	-4,8	-4,2
Dette publique notifiée	80,8	84,4	88,7	91,8
Dette publique nette	74,0	76,9	80,6	83,9
Recettes publiques	49,6	50,8	51,8	52,9
Prélèvements obligatoires	41,3	42,6	43,7	44,7
Dépenses publiques	56,4	55,9	56,7	57,2
Capacité (+) ou besoin (-) de fin' APu centrales	-135,8	-105	-101,6	-89,5
APu locales	-110,8	-91,4	-85,2	-67,9
APu Sécurité sociale	-1,7	-0,7	-3,7	-9,2
	-23,2	-12,9	-12,8	-12,5

Rappel terminologique :

Selon la comptabilité nationale, le déficit public (au sens de Maastricht) ou déficit public notifié correspond au besoin de financement des administrations publiques (secteur institutionnel S13 de la comptabilité nationale) auquel est ajouté le solde des gains et des pertes des opérations sur swaps (produits dérivés). Le besoin de financement est le solde du compte de capital : il intègre non seulement les dépenses courantes de fonctionnement et les opérations de redistribution, mais aussi les dépenses en capital, l'investissement (FBCF) ainsi que les transferts en capital et les impôts en capital.

Toujours selon la comptabilité nationale, la dette au sens de Maastricht, ou dette publique notifiée, couvre l'ensemble des administrations publiques au sens des comptes nationaux : l'État, les organismes divers d'administration centrale (ODAC), les administrations publiques locales et les administrations de sécurité sociale. La dette au sens de Maastricht est calculée dans le cadre des comptes nationaux avec une définition spécifique. Elle ne comprend pas l'ensemble des passifs financiers mais uniquement les numéraires et dépôts, les titres autres qu'actions que sont les bons du Trésor (BTF et BTAN), les obligations assimilables du Trésor (OAT), les Euro medium term notes (EMTN), ainsi que les emprunts ; en sont exclus les produits dérivés et les autres comptes à payer. C'est une dette brute au sens où on ne soustrait pas aux éléments de passifs les actifs financiers des administrations publiques. Elle est consolidée : sont donc exclus du calcul de la dette les éléments de dette d'une administration détenus par une autre administration. C'est le cas par exemple des dépôts des administrations publiques au Trésor. La dette au sens de Maastricht est évaluée en valeur nominale, c'est-à-dire à la valeur de remboursement du principal. Ainsi, les intérêts courus non échus ou les fluctuations des cours des titres ne sont pas compris dans l'évaluation des instruments, alors que la réévaluation de la valeur de remboursement des titres indexées sur l'inflation (OATi, BTANi et CADESi) est prise en compte.

La dette publique nette est définie comme la différence entre la dette au sens de Maastricht et les actifs exigibles (dépôts, crédits, titres de créance) détenus par les administrations publiques sur les autres secteurs. Ces actifs sont évalués à leur valeur nominale (valeur de remboursement).

Le 23, et après Moody's et Fitch le mois dernier, l'agence S&P monte d'un point les notes des dettes publiques espagnole (à BBB) et grecque (à B) en guise de reconnaissance des efforts réalisés.

Le dimanche 25, élections européennes pour désigner les « eurodéputés ». En France, le Front National arrive nettement en tête des suffrages exprimés (24%), ce qui entraîne un véritable séisme de la vie politique. Au niveau européen, les partis europhobes emportent aussi un grand succès : arrivent même en tête les partis d'extrême droite UKIP au Royaume-Uni et DF au Danemark ; de même en Grèce les partis anti-austérité d'extrême gauche KKE et Syriza.

Notons que la réaction des Anglais mérite d'être analysée car on peut se demander ce qu'ont voulu dire ceux qui ont voté pour UKIP (United Kingdom Independence Party) puisque le Royaume-Uni n'est ni dans la zone euro ni dans l'espace Schengen ; et l'explication ne se trouve pas dans la crise puisque la conjoncture anglaise est actuellement bonne : une croissance soutenue, une progression des salaires, de la consommation et des investissements, et un taux de chômage inférieur à 7%. Certains, comme Philippe Askenazy (Le Monde du 3 juin 2014), en concluent qu'il n'y a pas de relation entre vote et économie. D'autres, dont nous sommes, partagent le point de vue qu'exprimera Michel Rocard dans un bel article dans Le Monde du 5 juin : « Vous n'aimez pas l'Europe, c'est votre droit (...) Vous y êtes entrés, voici quarante deux ans, mais sur un malentendu. (...) Partez-donc avant d'avoir tout cassé ». Certains autres s'opposent au point de vue de l'ancien premier ministre français, comme Arnaud Leparmentier dans Le Monde du 12 juin, dont le point de vue rejoint finalement celui de Philippe Legrain (Le Monde du 14), un britannique qui a été le conseiller économique de J. M. Barroso, et qui consiste à faire d'A. Merkel la responsable de la politique d'austérité et de ses conséquences.

Le mardi 27, réunion à Bruxelles des 28 chefs d'État et de gouvernement de l'UE pour réfléchir au devenir de l'Europe et de ses orientations au lendemain des élections au Parlement européen. Le vainqueur de ces élections en Italie, Matteo Renzi, chef - du centre gauche - de gouvernement depuis fin février, déclare que « le moment est venu de changer les politiques européennes ». Il dira aussi : « si nous voulons sauver l'Europe, nous devons la changer ». Lors de la réunion, quatre axes de réflexion sont abordés pour orienter l'action des futurs dirigeants des institutions européennes : la croissance et l'emploi, l'approfondissement de la zone euro, l'énergie et le climat, la diplomatie et la défense communes. Alors que le Parlement avait demandé aux chefs d'État et de gouvernement de confier à Jean-Claude Juncker - de la liste du PPE (parti populaire européen) qui a remporté les élections - le soin de former une coalition pour prendre la Présidence de la Commission, ceux-ci, sous la pression d'A. Merkel, ont chargé Herman Van Rompuy de préparer les diverses nominations.

Le mercredi 28, paraissent en France deux rapports sur les finances publiques, l'un de la Cour des Comptes (<http://www.ccomptes.fr/Actualites/A-la-une/Le-budget-de-l-Etat-en-2013-resultats-et-gestion>) et l'autre du Haut Conseil des finances publiques (<http://hcfp.fr/Le-Haut-Conseil-des-finances-publiques/Avis-et-publication/Avis/Avis-n-2014-02-relatif-au-solde-structurel-des-administrations-publiques-presente-dans-le-projet-de-loi-de-reglement-de-2013>).

Ces deux rapports dressent un bilan inquiétant sur les recettes fiscales en 2013 qui laisse penser que la réduction du déficit a été beaucoup moins importante que prévue et proclamée. En effet, en 2013, les recettes réelles ont été de 14,6 milliards d'euros plus faibles que dans la loi de finances initiale et de 3,5 milliards que dans la loi de finances rectificative. Sont en cause essentiellement dans cet écart l'impôt sur les sociétés (-6,4), la TVA (-5) et l'impôt sur le revenu (-4,9). Selon le rapport de la Cour des Comptes, « l'analyse de l'exécution budgétaire en 2013 permet d'identifier plusieurs risques financiers pour les exercices 2014 et suivants ». Les magistrats de la Rue Cambon vont jusqu'à considérer que « l'écart entre prévision et exécution sur l'évolution spontanée des recettes fiscales souligne le manque de prudence de la loi de finances initiale et peut soulever une interrogation au regard de la sincérité de cette dernière ». Selon le rapport du HCFP, l'objectif d'équilibre budgétaire structurel, prévu pour 2014, doit être reporté en 2017... Comme le montre bien Le Monde dans son édition du 30 mai, cette journée du mercredi sera pleine d'épisodes à rebondissements au gouvernement et à l'assemblée nationale : « les ministres multiplient les annonces sur l'emploi et le pouvoir d'achat malgré un cadre budgétaire contraint ». Les statistiques mensuelles du chômage révélées à 18 heures compliquent encore les choses puisqu'elles montrent une nouvelle forte hausse : en avril, il y avait en France 3 626 500 demandeurs d'emploi de catégorie A (+0,4% en un mois et + 3,5% sur un an). Et l'UNEDIC ne voit pas le chômage baisser d'ici à 2017...

L'EURO

Le vendredi 30 mai, l'euro cote 1,3634\$ après avoir été à 1,387 le 2, à 1,3757 le 9, à 1,3694 le 16 et à 1,3633 le 23.

Pour un historique complet du taux de change de l'euro contre les différentes devises, voir la page suivante, en privilégiant les représentations graphiques :

<http://www.ecb.europa.eu/stats/exchange/eurofxref/html/index.en.html>

• Juin 2014 ->

Le lundi 2, la Commission européenne publie ses recommandations annuelles de politique économique pour les différents pays. Dans celles concernant la France (http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2014/csr2014_france_fr.pdf), on peut lire que, « de manière générale, la stratégie budgétaire présentée dans le programme n'est que partiellement conforme aux exigences du pacte de stabilité et de croissance » (point n°9) et que « compte tenu du niveau élevé de la dette publique, qui continue d'augmenter, et de l'extension du délai de réalisation du déficit excessif à 2015, il est particulièrement important que le budget 2014 soit rigoureusement exécuté et que des efforts d'assainissement substantiels soient résolument poursuivis en 2015 » (point n°10). Suivent des recommandations précises portant notamment sur les dépenses sociales, sur le coût du travail et sur la situation du marché du travail, sur l'environnement des entreprises, sur l'insuffisance de la concurrence dans certains secteurs d'activité, sur la trop grande pression fiscale et sur les insuffisances du système éducatif français. Autrement dit, la Commission invite la France à poursuivre et même à renforcer la « politique de l'offre » que le Président a fait sienne. Par contre, elle demande à l'Allemagne de mener une « politique de la demande » basée sur la consommation intérieure pour que le moteur de sa croissance soit moins celui des exportations et davantage celui de la demande domestique. *On pourrait s'étonner d'une telle différence de recommandations alors que l'on prône par ailleurs la coordination des politiques économiques. Mais en réalité, compte tenu tout à la fois de l'incontestable divergence entre les économies de la zone euro mais aussi de leur incontournable interdépendance, conseiller aux uns une politique de l'offre et aux autres une politique de la demande est peut-être un bon « policy mix » pour l'économie européenne. Nous avons déjà insisté ici sur la nécessité de marier politique de la demande et politique de l'offre, tant elles sont indissociables et tout en avertissant des problèmes de cohérence temporelle que leur mariage soulève : c'est ainsi qu'en France une politique de l'offre est sans doute nécessaire pour restaurer une compétitivité structurellement malmenée mais il n'en demeure pas moins vrai qu'il est difficile d'inciter les entreprises à investir quand on sait qu'elles sont actuellement en nette surcapacité de production à cause de carnets de commande insuffisamment remplis.*

Le jeudi 5, réunion importante du Conseil des gouverneurs de la BCE. Celui-ci décide une baisse de ses taux directeurs : une baisse de 10 points de son taux principal de refinancement (le refi), qui passe donc à 0,15%, et de son taux de la facilité de dépôt, qui entre donc en territoire négatif à -0,10%, ce qui est tout à fait nouveau pour la BCE, et une baisse plus forte, de 0,75% à 0,40%, de son taux de facilité de prêt marginal. Ainsi est restaurée la symétrie des deux taux de facilité autour du refi, pour que le corridor de détermination de l'EONIA soit plus resserré. Le taux de facilité de dépôt de -0,10% s'appliquera aussi à la moyenne des réserves excédentaires qu'ont les banques sur leur compte courant à la BCE. Les taux devraient garder ce niveau très bas pendant longtemps. Par ailleurs, il est décidé de suspendre la stérilisation des titres de dettes achetés dans le cadre du programme SMP (Securities Markets Program). Lancé en 2010, ce programme consiste en l'achat de dettes souveraines sur le marché secondaire et la stérilisation consiste à neutraliser les conséquences de ces achats en reprenant les liquidités correspondantes : l'arrêt de la stérilisation correspond donc à une véritable opération de « QE » et à de la création monétaire. Sont prévus aussi des LTRO (Long Term Refinancing Operations) ciblés (d'où leur qualificatif : « Targeted » : T-LTRO), et des achats d'ABS (Asset Backed Securities). Pour élargir très généreusement les possibilités d'emprunt des banques, des LTRO doivent être lancés chaque trimestre entre septembre 2014 et juin 2016, au taux fixe des appels d'offre hebdomadaires, avec des échéances de 2 à 4 ans. Pour soutenir encore davantage le crédit au secteur privé, sont préparés des achats d'ABS, qui, rappelons-le, sont des valeurs mobilières adossées à des titres de créances correspondant à des crédits accordés, et cette titrisation permet aux banques prêteuses de transférer tout ou partie du risque à d'autres investisseurs. Toutes ces mesures ont essentiellement pour buts de soutenir l'activité de la zone euro qui reste très molle, d'éviter absolument le risque de déflation (l'inflation est passée de 0,7% en avril à 0,5% en mai), et de peser sur le taux de change de la monnaie unique.

L'EURO

Sur l'ensemble des mesures prises par la BCE, voir son communiqué de presse : http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605_2.fr.html. Les réactions aux décisions de la BCE se sont vite exprimées, surtout que M. Draghi a précisé que la BCE était prête à prendre de nouvelles mesures non conventionnelles si nécessaire : des responsables politiques ont dit leur satisfaction et, dans la sphère financière, on a vite assisté à la hausse des indices boursiers et à la détente des taux d'emprunt à dix ans des pays du Sud de la zone euro (le taux des obligations souveraines françaises à 10 ans atteindra le lendemain un nouveau plancher historique à 1,656%). Par contre, le taux de change de l'euro n'a pas de notable réaction car la zone euro continue à attirer les capitaux étrangers. On peut malgré tout se demander s'il est judicieux d'accroître encore les liquidités proposées aux banques dans la mesure où leurs difficultés concernent souvent davantage le montant de leurs fonds propres que celui de la monnaie centrale qu'elles ont. Comme le note Patrick Artus, « l'Europe entretient un comportement schizophrénique sur la question bancaire, entre l'autorité monétaire, qui incite les banques à faire crédit, et les autorités de régulation européennes qui leur demandent de toujours augmenter leur matelas de fonds propres et de maîtriser strictement leurs risques » (Le Monde du 7/7/2014) ; il estime que ce comportement est préjudiciable à l'économie réelle.

Le mardi 16, publication par la Cour des comptes de son rapport annuel sur « la situation et les perspectives des finances publiques » (<http://www.ladocumentationfrançaise.fr/var/storage/rapports-publics/144000338/0000.pdf>)

Nous reproduisons ci-après le début de la conclusion générale :

« En 2013, un déficit public en baisse mais sensiblement plus élevé que prévu.

La réduction du déficit public s'est poursuivie en 2013 (4,3 % du PIB après 4,9 % en 2012), mais beaucoup plus lentement que prévu dans la loi de programmation de décembre 2012 (3,0 % en 2013 après 4,5 % en 2012). Si la croissance des dépenses en valeur a été plus faible qu'anticipé, en partie grâce à la forte baisse des charges d'intérêt, la progression des recettes a été beaucoup moins favorable. La reprise attendue de l'activité n'a pas eu lieu. Surtout, l'élasticité des prélèvements obligatoires au PIB avait été fortement surestimée.

La dette a en conséquence continué à augmenter (de 3,2 points de PIB) pour atteindre 94,1 % du PIB à fin 2013. En dépit d'un effort structurel considérable (1,5 point de PIB), tenant aux mesures de hausse des prélèvements obligatoires, un « écart important » a été constaté entre le déficit structurel de 2013 (3,1 % du PIB) et celui inscrit dans la loi de programmation (1,6 % du PIB), déclenchant le mécanisme de correction prévu par la loi organique de 2012.

Une situation qui reste plus dégradée en 2013 que dans les autres pays européens, surtout en raison de dépenses moins bien maîtrisées.

Malgré une croissance économique plus faible, les pays de la zone euro et de l'Union européenne ont, en moyenne, réduit leur déficit dans des proportions semblables à la France. Celle-ci continue ainsi à présenter une situation plus dégradée : son déficit effectif (4,3 % du PIB) excède sensiblement la moyenne des pays de la zone euro (3,0 %) et de l'Union européenne (3,3 %) ; il en va de même pour le déficit structurel (3,1 % du PIB contre respectivement 1,3 % et 1,8 %). La dette publique de la France se situe fin 2013 pour la première fois au-dessus de la moyenne tant de la zone Euro que de l'Union européenne. Alors qu'elle a diminué de 2,6 points de PIB en Allemagne, en 2013, elle a augmenté de 3,2 points en France. La réduction du déficit a été obtenue en France en 2013 avec une croissance des recettes mais aussi des dépenses plus forte que dans l'ensemble de la zone euro et de l'Union européenne. Ses dépenses publiques, rapportées au PIB, ont augmenté de 0,5 point alors qu'elles ont diminué de 0,1 point dans la zone euro et de 0,3 point dans l'Union. De nombreux pays ont pourtant réussi par le passé à rééquilibrer leurs finances publiques en réduisant leurs dépenses, notamment l'Allemagne, qui est proche de la France en termes de niveau de vie, de population et de structure de dépenses publiques. Entre 2001 et 2013, les dépenses publiques ont progressé de 5,4 points de PIB en France alors qu'elles diminuaient de 2,9 points en Allemagne.

En 2014, un risque de dépassement des objectifs de déficits

Le Haut Conseil des finances publiques a considéré que, sans être hors d'atteinte, la prévision de croissance du Gouvernement pour 2014 paraissait désormais élevée, ce qui fait peser un risque sur la prévision de déficit.

(...) Au total, et dans la limite des informations dont dispose la Cour, le déficit public pourrait être proche de 4,0 % du PIB en 2014 (au lieu de 3,6 % prévu en loi de finances initiale et 3,8 % mentionné dans le programme de stabilité), voire légèrement supérieur à ce chiffre si la prévision de croissance économique du Gouvernement ne se réalisait pas. Le déficit structurel pourrait s'élever à 2,5 % du PIB (au lieu de 1,7 et 2,1 %). Si ce risque se concrétisait, la nouvelle trajectoire des finances publiques pour les années 2015 à 2017 inscrite dans le programme de stabilité de mai 2014 s'en trouverait fragilisée avant même sa première année d'application. (...) Les déficits effectifs et structurels, ainsi que la dette publique, pourraient donc être plus élevés que ceux inscrits dans le programme de stabilité, notamment en 2015, année caractérisée par un objectif d'économies plus élevé que les années suivantes ».

L'INSEE publie également en ce milieu du mois de juin son édition 2014 de « L'économie française » (http://www.insee.fr/fr/ffc/docs_ffc/ECOFRA14_sans_F10.pdf).

Nous en tirons les statistiques suivantes en ce qui concerne les finances publiques, qui sont

L'EURO

exprimées pour la première fois en base 2010 :

	2009	2010	2011	2012	2013
Solde public (% PIB)	-7,1	-6,8	-5,1	-4,8	-4,2
CF (+) ou BF (-) en Mds €	-138,9	-135,8	-105,0	-101,6	-89,5
État	-116,9	-121,7	-91,2	-82,6	-69,2
ODAC	-1,3	10,9	-0,2	-2,6	1,3
APu locales	-6,0	-1,7	-0,7	-3,7	-9,2
A de Sécurité sociale	-14,6	-23,2	-12,9	-12,8	-12,5
Recettes publiques (% PIB)	49,6	49,6	50,8	51,8	52,9
PO (% PIB)	41,0	41,3	42,6	43,7	44,7
Dépenses publ. (% PIB)	56,8	56,4	55,9	56,7	57,2
Dette publique (% PIB)			84,4	88,7	91,8
État			65,7	69,6	72,5
ODAC			0,6	0,7	0,6
APu locales			8,2	8,4	8,6
A de Sécurité sociale			9,9	10,1	10,0
Taux de croissance du PIB (en volume)	-2,9	2,0	2,1	0,3	0,3

De son côté, Rexecode publie des « Cahiers de graphiques long terme ». Dans celui consacré aux tendances à long terme de l'économie française entre 1960 et 2013, on trouve un graphique sur l'évolution du PIB en volume qui montre clairement un taux de croissance moyen avoisinant les 6% entre 1960 et 1973 et une rupture brutale au milieu des années 1970 avec un creux de -1% puis, après la reprise jusqu'à maintenant, donc sur 40 ans, un taux moyen annuel de 2,1%, avec un creux de -2,5% à l'occasion de la crise des subprimes.

Le mercredi 18 juin, la Fed décide une nouvelle fois de réduire son soutien à l'économie américaine en le portant, chaque mois et à partir de juillet, de 45 à 35 milliards de dollars ; les taux directeurs sont inchangés. Le même jour, l'Argentine juge impossible de rembourser à la fin du mois un prêt et menace ainsi de faire défaut.

Le samedi 21, le Président français François Hollande reçoit six chefs de gouvernement sociaux-démocrates européens en réponse à l'invitation qu'avait lancée dix jours auparavant le premier ministre suédois en direction de collègues conservateurs. Ces réunions s'inscrivent dans le cadre des tractations à propos de la succession de José Manuel Barroso à la tête de la Commission européenne. Lors de la réunion à Paris (hôtel de Marigny), on assiste à une sorte de coalition entre le Président français, le président du conseil des ministres italien et même le ministre de l'économie allemand pour apporter leur soutien à la candidature de J.-C. Juncker contre un assouplissement de la politique d'austérité dans le but de favoriser davantage la croissance et l'emploi. D'ailleurs, F. Hollande se dit persuadé que le Pacte de stabilité et de croissance a la flexibilité nécessaire pour rendre possible un tel assouplissement. La chancelière Merkel est d'accord pour reconnaître cette flexibilité mais ne semble pas prête à accepter n'importe quel assouplissement ; quant à David Cameron, il reste toujours aussi opposé à la candidature de J.-C. Juncker.

Dans la foulée de la réunion à l'hôtel de Marigny et dans la perspective du Conseil européen des 26 et 27 de ce mois, F. Hollande propose le mardi 24 au Président du Conseil européen « un agenda pour la croissance et le changement en Europe », de façon à mettre en musique 5 priorités : une politique économique orientée vers la croissance, la lutte contre le chômage des jeunes, une politique européenne de l'énergie, la maîtrise des flux migratoires et un choc de simplification pour les institutions.

Le vendredi 27, le Conseil européen, réuni à Ypres, près de Bruxelles, désigne à l'unanimité moins les voix du Royaume-Uni et de la Hongrie, **Jean-Claude Juncker à la présidence de la Commission** ; le Parlement européen doit l'investir le 16 juillet. *Cette élection s'explique par les résultats des dernières élections au Parlement et par les tractations politiques qui ont suivi. Elle est le résultat de la pression conjointe des partis politiques et des eurodéputés qui ont voulu que la désignation du Président de la Commission soit*

L'EURO

davantage le résultat du suffrage universel européen que des négociations entre les chefs d'État et de gouvernement au sein du Conseil. J.-C. Juncker est certes un européen convaincu mais ce n'est pas un homme nouveau puisqu'il a dirigé l'Eurogroupe entre 2004 et 2013. Certains ont-ils raison de compter sur lui pour donner un nouvel élan politique à l'Europe et une nouvelle impulsion économique à la zone euro ? De même, ceux qui font de la finance dérégulée leur plus grande ennemie peuvent-ils lui faire confiance pour résoudre le problème de l'évasion et de l'harmonisation fiscales alors qu'il a été pendant de très nombreuses années ministre des finances et premier ministre du Luxembourg, classé en 2010 par le magazine *Forbes* en deuxième position des meilleurs paradis fiscaux ? Profitons-en pour préciser que les sommes déposées, évaluées à 7 600 milliards de dollar, par les particuliers dans les paradis fiscaux représentent 8% de la richesse mondiale et que les ménages européens arrivent en tête avec plus du tiers de la somme globale.

Le dernier vendredi du mois, le 27, l'euro contre dollar cote 1,3649, après avoir coté 1,3643 le 6, 1,354 le 13 et 1,36 le 20.

Pour un historique complet du taux de change de l'euro contre les différentes devises, voir la page suivante, en privilégiant les représentations graphiques :

<http://www.ecb.europa.eu/stats/exchange/eurofxref/html/index.en.html>

• Juillet 2014 ->

Le 1^{er} juillet, Martin Schulz est réélu à la Présidence du parlement européen et l'Italie prend pour 6 mois la Présidence de l'Union européenne, tenue les 6 mois précédents par la Grèce.

Le 2 juillet, l'Allemagne présente pour 2015, et pour la 1^{ère} fois depuis 1969, un projet de budget en équilibre.

Le jeudi 3, la BCE laisse ses taux directeurs aux valeurs décidées le mois précédent et précise les modalités spécifiques des TLTROs, c'est-à-dire les opérations de financement à plus long terme ciblées, dont le but est d'améliorer la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle pour en faciliter le financement (https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/Eurosystème_et_international/cp-bce-la-BCE-annonce-le-detail-des-operations-de-refinancement.pdf).

M. Draghi annonce que la fréquence des réunions du Conseil des gouverneurs sera de 6 semaines à partir de janvier 2015.

Ce même jour, le FMI révise pour la France et pour 2014 à la baisse ses prévisions de croissance (+0,7%) et à la hausse le taux de déficit public (-4%). Cela n'empêche pas les investisseurs de continuer à prêter à la France à des taux exceptionnellement bas (1,7% en ce début juillet, contre 1,3% pour l'Allemagne, 2,68% pour les États-Unis, 2,69% pour l'Espagne, 2,87% pour l'Italie, 3,58% pour le Portugal et 5,95% pour la Grèce) : bénéficiant de liquidités importantes grâce aux politiques monétaires accommodantes des banques centrales, les investisseurs cherchent à les placer en fonction du meilleur « rapport qualité-prix », c'est-à-dire en matière financière selon le meilleur rapport « risque-rendement », et la France apparaît comme particulièrement bien placée de ce point de vue, malgré des performances macroéconomiques plutôt médiocres.

Mardi 8, signature à Paris entre la BEI et la CDC d'un accord pour lancer dans les mois qui suivent, et après l'Espagne, la Belgique et le Royaume-Uni, la première obligation de projet (project bond) française.

Mercredi 9, la Fed précise qu'elle arrêtera ses rachats d'actifs en octobre : en ajoutant à cette annonce l'amélioration de la situation macroéconomique aux États-Unis mais, inversement, les mauvaises nouvelles concernant l'évolution actuelle de la production manufacturière en Europe, spécialement en France, l'euro baisse contre le dollar et d'autres devises.

Jeudi 10, suspension de la cotation de la banque Espírito Santo (BES), la première banque privée du Portugal et dont les actifs pèsent plus de la moitié du PIB du pays. Son titre s'est effondré suite aux incertitudes sur son avenir parce qu'elle n'a pas pu honorer correctement certaines dettes, que Espírito Santo Financial Group (ESFG), son principal actionnaire, est à la limite du défaut de paiement et que la holding Espírito Santo International (ESI), qui détient 49% du capital d'ESFG, a dissimulé plus de 1 milliard de pertes, avec des irrégularités comptables importantes ; en sachant que le total des dettes de BES approche les 7 milliards d'euros et doit être restructurée. D'ailleurs, Moody's dégradera la lendemain la note de cette dette de 3 crans, de Ba3 à B3, suivie par Standard & Poors qui baisse sa propre note d'un cran, de BB- à B+, ce qui enfonce le titre de BES encore davantage dans la catégorie des investissements spéculatifs. Toutes les places financières mondiales

L'EURO

enregistrent des baisses, et, malgré les propos rassurants des autorités portugaises, les investisseurs se demandent si la situation de BES n'annonce pas une nouvelle crise financière en Europe, ce qui explique que les obligations de l'État portugais sont elles-mêmes affectées. Il faut dire que BES a d'autres banques européennes comme actionnaires, notamment le Crédit agricole pour 15% (qui a perdu 708 millions d'euros dans cette crise) et qu'elle a beaucoup de ramifications financières. Cette situation de BES, comme l'annonce de la Fed de la veille, fait baisser l'euro qui passe sous la barre des 1,36\$.

En ce qui concerne les réactions anxieuses des marchés, elles s'apaiseront rapidement les jours suivants : en effet, les investisseurs semblent faire entièrement confiance quand la BCE assure qu'elle fera tout pour empêcher le retour des difficultés financières et pour éviter la déflation, ce qui amène les taux des emprunts publics non seulement à rester exceptionnellement bas (celui de l'État français à 10 ans connaît un nouveau record historique à 1,578%) mais même à converger entre les différents pays de la zone euro, ce qui rappelle la situation d'avant-crise... Il est à ce propos intéressant de noter la publication (le 10 juillet) par le think tank Bruegel d'une étude de S. Pagliari, S. Vallée et É. Monnet (« L'Europe entre la répression financière et la capture réglementaire ») qui considère que la situation actuelle des relations entre les États européens et les systèmes financiers remet au goût du jour ces deux concepts de répression financière et de capture réglementaire, pour exprimer deux points de vue opposés : il y aurait répression financière parce que les États seraient en mesure d'imposer leurs conditions au système financier, et spécialement aux banques, pour assurer à bon compte leur financement et pour réguler et orienter le crédit bancaire en faveur de l'économie réelle, et il y aurait d'un autre côté un fort pouvoir d'influence de la planète finance sur le monde politique. Le débat est vif des deux côtés de l'Atlantique. Aux États-Unis, on connaît la puissance des lobbies financiers pour « capturer » le processus d'élaboration des politiques étatiques. En Europe, la question est plus délicate à cause de la pesanteur des spécificités nationales malgré le souci des autorités européennes de réduire la segmentation financière et d'europeaniser la réglementation et la surveillance du système financier, en particulier en bâtiissant l'union bancaire. Les relations États-système financier sont à replacer dans cette dualité. De plus, on sait que l'Europe donne davantage d'importance que les États-Unis à l'intermédiation financière et bancaire (finance indirecte), ce qui y renforce le pouvoir d'influence des institutions financières.

Soulignons qu'en l'espace de deux jours, à la fin de la première semaine d'août, le gouvernement portugais a décidé d'intervenir et résolu effectivement la crise de la BES en sollicitant les actionnaires et les créanciers non prioritaires et en épargnant les déposants et les contribuables : beaucoup considèrent qu'il s'agit là de la première illustration de l'efficacité de l'union bancaire européenne.

Mardi 15, confirmation par le Parlement européen de J.-C. Juncker à la tête de la Commission européenne. Lors de son discours (en français, puis en allemand et en anglais) il a tout à la fois promis une Europe plus concurrentielle et davantage sociale, un plan de relance de 300 milliards d'euros et le respect de l'orthodoxie budgétaire ; il a également insisté sur la question de l'emploi des jeunes. Le plan de relance de 300 milliards d'euros, qui correspond donc à 2,3% du PIB européen et qui est souvent présenté comme un « New Deal européen », concernerait non seulement le secteur public européen mais aussi le secteur privé. Des précisions sont attendues pour la fin de l'année. En tous les cas, son financement ne se fera pas - en principe - avec de nouvelles dettes : seront utilisés les budgets de l'UE et de la BEI (Banque européenne d'investissement) ; et le plan sera réparti sur 3 ans.

De longues discussions et transactions ont lieu pour la désignation des commissaires, compliquées par le souci légitime de la parité hommes-femmes ; également pour le choix du chef de la diplomatie européenne, sans parler des présidences du Conseil et de l'Eurogroupe. D'ailleurs, le Conseil européen qui se tiendra le lendemain, le mercredi 16, échouera sur tous ces points et un nouveau rendez-vous sera fixé au 30 août pour parvenir à un compromis.

Dans la dernière semaine du mois, Eurostat publie plusieurs statistiques concernant la zone euro : le taux d'inflation annuel est en baisse à 0,4% (après 0,5% en juin) et le risque de déflation persiste donc sérieusement ; le taux de chômage est en juin de 11,5%, taux le plus bas enregistré depuis septembre 2012, le taux d'épargne des ménages est stabilisé à 13% (contre 10,6% dans l'UE à 28), le taux d'investissement des entreprises est en baisse à 19,3%, contre 19,5% au 4^{ème} trimestre 2013, le déficit public désaisonné est stable à 2,7% et la dette publique est à la fin du 1^{er} trimestre 2014 en hausse à 93,9% (contre 88,0% pour l'UE à 28 et contre 92,7% à la fin du 4^{ème} trimestre 2014) ; cette hausse se produit après deux trimestres de baisse consécutifs.

Concernant le risque de déflation, si celui-ci devait encore s'aggraver, la BCE pourrait, dans toute la mesure de son

L'EURO

possible, prendre des mesures pour que l'euro se déprécie. En effet, de même que peu de temps après sa mise en fonction elle a été amenée à intervenir sur le marché des changes - avec l'aide de consœurs - parce qu'elle estimait que la faiblesse de l'euro attisait excessivement l'inflation, elle peut considérer aujourd'hui que l'euro fort est un facteur important de désinflation, surtout qu'il est difficile d'imaginer dans le contexte actuel de fort chômage que puisse jouer l'autre grand facteur d'inflation qu'est, avec le niveau du change, la hausse des salaires. Une augmentation du taux d'inflation présenterait aussi l'avantage de faciliter le désendettement, public et privé. Faisons deux remarques dans la remarque : d'abord, certains souhaitent certes que l'euro se déprécie mais il faut rappeler que l'appréciation de l'euro depuis mi-2012 est la manifestation d'une plus grande confiance des investisseurs en la zone euro dont ils estiment que l'explosion est définitivement évitée, que l'euro fort permet des taux d'intérêt faibles et qu'en définitive un euro fort signifie économie européenne forte ; ensuite, la faiblesse du taux d'inflation s'explique par cette appréciation de l'euro, par la baisse du prix des produits énergétiques et des biens d'alimentation et par l'ajustement des pays de l'Europe du Sud, mais il y a réellement un risque de déflation quand la baisse du taux d'inflation est auto-entretenue, en particulier par les reports d'achat des agents privés et a fortiori par la baisse des salaires, ce qui n'est pas actuellement le cas.

À la fin du mois de juillet, l'euro cote 1,343 \$ après avoir coté 1,3595 le 4 juillet, 1,3607 le 11 et 1,3525 le 18.

• Août 2014 ->

Le jeudi 7, le Conseil des gouverneurs ne modifie en rien la politique monétaire de la BCE. Son Président considère que la dynamique de la croissance de l'UE subit un ralentissement et que la reprise en zone euro est « faible, fragile et inégale ». D'ailleurs, le responsable du risque pays à la COFACE considère que « la crise a rebattu les cartes : l'Espagne et l'Allemagne sont désormais vues comme les locomotives , alors que la France et l'Italie sont à la traîne » (Le Monde du 8).

Les déséquilibres de balance des paiements sont aussi le reflet de ces bouleversements causés par la crise. Dans une étude de juin 2013, l'INSEE isole 5 variables explicatives de l'évolution des balances commerciales de plusieurs pays européens : les termes de l'échange extérieurs (ratio des prix d'exportation sur les prix d'importation) ; la croissance de la demande intérieure ; la croissance de la demande extérieure ; la compétitivité-prix ; la part inexplicable des échanges, interprétée notamment comme traduisant la compétitivité « hors-prix ». « L'évolution des balances commerciales des principaux pays européens connaît une rupture depuis 2008. Avant la crise, la balance commerciale de l'Allemagne s'améliorait continûment, au point de passer d'une valeur quasi nulle en 2000 à un excédent de 171 Mds€ en 2007. À l'inverse, elle se détériorait à des rythmes divers en France, en Espagne, en Italie, et au Royaume-Uni, avec un déficit cumulé de 141 Mds€ en 2007 pour ces quatre pays. Depuis la crise, l'excédent s'est stabilisé en Allemagne, et la dégradation s'est interrompue dans les autres pays. Tandis que la balance commerciale s'est stabilisée en France et au Royaume-Uni, elle est même devenue excédentaire en Espagne et en Italie depuis 2012. Cette amélioration dans les pays déficitaires peut s'expliquer a priori, d'une part par la faiblesse de leur demande intérieure et d'autre part par la dépréciation de l'euro et de la livre » (http://www.insee.fr/fr/indicateurs/analys_conj/archives/d1_062013vp.pdf).

Par ailleurs, M. Draghi estime que « les fondamentaux pour des taux de change plus faibles sont meilleurs qu'il y a deux ou trois mois », essentiellement parce que les investisseurs ont conscience que la BCE et la Fed mènent désormais et pour un certain temps des politiques monétaires divergentes, la première continuant à prévenir qu'elle est prête à aller plus loin dans l'assouplissement monétaire si les risques de déflation l'exigent alors que la seconde revient progressivement sur ses mesures non conventionnelles, ce qui rend mécaniquement le dollar plus attractif. De fait, l'euro connaît depuis tout début juillet une tendance à la dépréciation : contre le dollar, la monnaie unique est en effet passée de 1,368 le 1^{er} juillet à 1,3357 le 7 août.

En milieu de mois, les responsables français changent de discours et de tactique de communication au vu des dernières statistiques, défavorables, sur la croissance française et sur l'emploi. C'est ainsi que dans sa tribune parue dans Le Monde du 15 août, le ministre des finances et des comptes publics Michel Sapin reconnaît d'entrée de jeu que « mieux vaut assumer ce qui est plutôt que d'espérer ce qui ne sera pas. (...) La vérité est indispensable pour prendre la mesure des faits, la volonté est nécessaire pour faire bouger les lignes et redresser le pays ».

Le 22 août, au Symposium qui rassemble à Jackson Hole l'ensemble des banquiers centraux, Mario

L'EURO

Draghi déclare que « la seule conclusion que les décideurs peuvent tirer en toute sécurité, c'est que nous avons besoin de l'action des deux côtés de l'économie : les politiques de demande globale doivent être accompagnées par des politiques structurelles nationales. » Autrement dit, et comme nous le disons ici à plusieurs reprises, politiques de l'offre et de la demande doivent être menées ensemble. De plus, il a estimé que les anticipations d'inflation à moyen terme se mettent à décrocher, ce qui signifie que les investisseurs pensent que l'inflation de la zone euro va rester durablement en dessous des 2% ; face au risque de déflation qui s'accroît, ils pensent aussi que la BCE ne va pas rester inerte, d'où leur forte demande d'obligations européennes, ce qui fait baisser encore davantage les taux de rendement. Or, la BCE n'a plus beaucoup de marge de manœuvre pour soutenir l'activité : c'est bien pourquoi M. Draghi est favorable au plan Juncker d'une politique d'investissements publics au niveau européen ; autant dire qu'il reconnaît que la politique budgétaire doit venir compléter sa politique monétaire et les réformes structurelles qu'il juge toujours aussi nécessaires.

Le 30 août, lors d'une réunion extraordinaire du Conseil européen à Bruxelles, Monsieur Donald Tusk est élu président du Conseil européen pour la période allant du 1/12/2014 au 31/5/2017. Donald Tusk, Président du conseil des ministres polonais, d'inspiration libérale, est le deuxième président du Conseil européen en prenant la suite du belge Herman Van Rompuy. Madame Federica Mogherini, membre du parti démocrate italien et ministre des affaires étrangères du gouvernement Renzi, est nommée haut représentant de l'UE pour les affaires étrangères et la politique de sécurité. Les autres membres de la Commission européenne doivent être rapidement désignés par le Conseil avec l'accord du Président de la Commission. Un vote d'approbation du Parlement européen sur ces désignations doit intervenir pour clore le processus. Avec l'élection de Donald Tusk, très soutenu par A. Merkel dont il partage les principes de rigueur budgétaire, « le centre de gravité de l'Europe va donc clairement se déplacer vers l'Est, avec plus que jamais Berlin comme épicentre » (Le Monde du 2 septembre).

Le 29, l'euro côte 1,3132\$, après avoir coté 1,3428 le 1^{er}, 1,3409 le 8, 1,3401 le 15 et 1,3242 le 22.

• Septembre 2014 ->

Le mercredi 3, publication par le Forum économique mondial, du Rapport global sur la compétitivité 2014-2015. Selon ce rapport, la « santé de l'économie mondiale est en danger (...) Dans le classement de l'Indice mondial de compétitivité (GCI) qui couvre 144 économies, les États-Unis progressent pour la deuxième année consécutive et se retrouve troisième, grâce notamment à des gains en matière d'innovation et de gouvernance. La Suisse conserve la tête du classement pour la sixième année consécutive, Singapour reste deuxième, alors que la Finlande (4^{eme}) et l'Allemagne (5^{eme}) perdent chacune une place. Ils sont suivis par le Japon (6^{eme}) qui gagne trois places. Les économies européennes ouvertes et basées sur les services sont juste derrière avec les Pays-Bas (8^{eme}) qui conservent leur place et le Royaume-Uni (9^{eme}) qui en gagne une. La Suède (10^{eme}) ferme la marche du top 10. (...) En Europe, plusieurs pays gravement touchés par la crise économique tels que l'Espagne (35^{eme}), le Portugal (36^{eme}) et la Grèce (81^{eme}), ont fait des progrès significatifs pour améliorer le fonctionnement de leurs marchés et l'allocation des ressources productives. Dans le même temps, certains pays comme la France (23^{eme}) et l'Italie (49^{eme}) qui demeurent confrontés à des défis importants en termes de compétitivité, ne semblent pas encore s'être engagés pleinement dans ce processus de réforme. Tandis que la fracture perdure entre le Nord très compétitif et le Sud et l'Est à la traîne, on peut observer un nouveau paysage de la compétitivité en Europe avec d'un côté les pays qui mettent en œuvre les réformes et de l'autre ceux qui ne le font pas ».

Le jeudi 4, lors de sa réunion encore mensuelle, la BCE décide d'abaisser de 10 pdb ses trois taux directeurs : à 0,05% son taux des opérations principales de refinancement, à 0,30% son taux de la facilité de prêt marginal et à -0,20% le taux de la facilité de dépôt.

La BCE décide également « de commencer à acheter des actifs du secteur privé non financier. L'Eurosystème achètera un large portefeuille de titres adossés à des actifs (ABS) avec des actifs simples et transparents sous-jacents constitués de créances sur le secteur privé non financier de la zone euro dans le cadre d'un programme de rachat d'ABS (ABSPP). Cela reflète le rôle du marché des ABS qui facilite de nouveaux flux de crédit à l'économie et suit l'intensification des travaux préparatoires à ce sujet, tel que décidé par le Conseil d'administration en juin. *Notons malgré tout qu'il est paradoxal de voir la Banque centrale encourager l'opération de titrisation qui, faut-il le rappeler, a joué un rôle décisif dans la crise des subprimes.* En parallèle, l'Eurosystème achètera également un large portefeuille d'obligations sécurisées, libellées en euros, émises par les IFM domiciliés dans la zone euro, dans le cadre d'un nouveau programme d'achat d'obligations sécurisées (CBPP3). Les interventions au titre

L'EURO

de ces programmes débuteront en octobre 2014. (...) Ces nouvelles mesures décidées, couplées à des opérations de refinancement à plus long terme, qui seront menées dans deux semaines, auront un impact considérable sur notre bilan. Ces décisions vont élargir l'éventail des mesures de politique monétaire prises ces derniers mois. En particulier, elles appuieront notre orientation concernant les taux d'intérêt directeurs de la BCE et reflèteront qu'il existe des différences importantes et croissantes dans le cycle de la politique monétaire entre les grandes économies avancées. Elles renforceront encore le fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire et appuieront l'offre de crédit à l'économie en général. Dans notre analyse, nous avons tenu compte les perspectives modérée de l'inflation globale, l'affaiblissement récent de la dynamique de croissance de la zone euro au cours des dernières années et les évolutions monétaires et de crédit encore modérées. Les décisions d'aujourd'hui, avec les autres mesures mises en place, ont été prises en vue d'étayer l'ancrage solide des anticipations d'inflation à moyen et long terme, en ligne avec notre objectif de maintenir les taux d'inflation en dessous, mais proches de 2%. Le filtrage progressif de nos mesures vers l'économie contribuera à un retour des taux d'inflation à des niveaux plus proches de 2%. S'il devait être nécessaire de prendre d'autres mesures face aux risques liés à une période trop longue de faible inflation, le Conseil d'administration est unanime dans sa détermination à employer des instruments non conventionnels supplémentaires relevant de son mandat ».

À propos de CBPP3, notons que les opérations CBPP1 et CBPP2 ont concerné respectivement les périodes juillet 2009 – juin 2010 et novembre 2011 – octobre 2012. Et les opérations de refinancement à plus long terme dont il est question ici correspondent aux « TLRO ».

On comprend qu'en cette rentrée la BCE prend un tournant important. Son souci central est d'éviter la déflation, et cela se décline en trois objectifs que ses mesures ont pour but d'atteindre : deux sont explicites, à savoir favoriser le crédit à l'économie réelle et faire en sorte que le taux d'inflation s'approche de la norme de 2%, et le troisième est implicite : entraîner la dépréciation de l'euro, ce qui peut à la fois favoriser la compétitivité et être un facteur d'élévation du niveau des prix par l'intermédiaire de l'inflation importée. En ce qui concerne plus précisément la baisse des taux de refinancement, elle s'impose du fait que le niveau général des prix a constamment diminué dans la zone euro depuis avril : 0,7% en avril, 0,5% en mai, 0,5% en juin, 0,4% en juillet et 0,3% en août. Quand les taux d'intérêt nominaux sont quasiment au plancher, plus le taux d'inflation est bas, plus le taux d'intérêt réel a des chances d'augmenter, ce qui diminue les opportunités d'investissement, complique les stratégies de désendettement des agents, publics et privés, et cela constitue un facteur de déflation. Notons aussi que la BCE se dit en mesure, si les circonstances l'exigent, de prendre d'autres mesures non conventionnelles, autrement dit, concrètement, acheter des titres de dettes souveraines, donc de faire fonctionner la « planche à billets ». En fonction de deux analyses publiées le 2 septembre, la BCE pourrait se trouver effectivement contrainte d'employer cette « arme nucléaire » à plus ou moins brève échéance. D'abord, selon les indiscretions du Monde, le Conseil d'analyse économique réviserait sévèrement à la baisse le niveau de la croissance potentielle de l'économie française, en l'estimant à 0,9% contre le 1,9% du gouvernement, de l'OCDE et du FMI, d'où le titre de l'article : « Et si la croissance ne repartait jamais... » ; avec des conséquences catastrophiques sur le déficit et la dette publics. Ensuite, le service de recherche économique de Natixis intitule son « Flash Marchés » : « La crise de la zone euro peut-elle recommencer ? Sous une forme faible et durable probablement ». Et on lit dans sa synthèse finale : « Aujourd'hui, la zone euro est atteinte par une dégradation fondée de la confiance dans son économie : croissance structurellement nulle (France, Italie), croissance potentielle très faible, déficits publics difficiles à corriger. La BCE n'a pas d'instruments capables d'améliorer cette situation : que peut-elle faire face aux gains de productivité faibles, à la profitabilité insuffisante en France et en Italie ? »

Les réactions aux décisions de la BCE ne se font pas attendre : dès le soir, les Bourses progressent beaucoup et l'euro passe sous la barre symbolique des 1,30\$.

En ces premiers jours de septembre, on assiste à un brutal changement de positions du gouvernement français en matière de gestion des comptes publics : le ministre M. Sapin déclare le mardi 2 septembre que l'objectif d'économies de dépenses publiques à hauteur de 21 milliards d'euros va être revu à la baisse à cause de la faiblesse de la croissance et de l'inflation et, le

L'EURO

mercredi 10, il annonce que la France va maintenir le cap pour la réduction des dépenses publiques et réaffiche l'objectif des 21 milliards ; qui correspond à la 1^{ère} tranche des 50 milliards d'euros que le gouvernement s'est engagé à réaliser durant les 3 dernières années du quinquennat de F. Hollande. En même temps, M. Sapin annonce que le déficit public pourrait être de 4,4% du PIB en 2014 (il a été de 4,2% en 2013), contre une prévision de 3,8%, et de 4,3% en 2015 contre une prévision de 3%. Après les délais de grâce déjà accordés à la France, cette norme de 3% ne serait atteinte qu'en 2017... Dans le programme de stabilité d'avril, la prévision du taux de croissance économique pour 2014 était de 1% et celle du taux d'inflation de 1,1% et le gouvernement les révise à la baisse jusqu'à 0,4% pour l'un et à 0,5% pour l'autre. La révision à la baisse du taux de croissance s'explique en grande partie par l'effet récessif les économies de dépenses publiques et par l'augmentation des prélèvements obligatoires : le gain en solde structurel est perdu en solde conjoncturel. Dans ce contexte de rigueur budgétaire, les exportations restent le seul moteur possible pour la reprise. Mais encore faut-il attendre que les mesures prises en faveur de la compétitivité aient des effets et que la demande extérieure soit dynamique. Or, d'une part l'investissement des entreprises françaises ne redémarre pas, après avoir diminué en 2013, et d'autre part la demande mondiale est plombée par l'atonie de la croissance européenne, surtout que la situation de l'Allemagne est affectée par la rigueur qu'elle impose à ses partenaires et par la crise ukrainienne.

Les pressions de Bruxelles et de Berlin ont joué un rôle majeur dans ce revirement et leurs réactions aux annonces chiffrées du ministre français sont faciles à imaginer : dès l'après-midi, Bruxelles demande à la France de présenter des « mesures crédibles » pour réduire son déficit public en 2015 !

Le 10 septembre, publication de la composition de la nouvelle Commission européenne, appelée « Commission Juncker » et présentée comme « une équipe forte et expérimentée pour faire bouger les choses » dans le communiqué de presse (http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-984_fr.htm). On relève en particulier les noms du néerlandais Frans Timmermans au poste de premier vice-président, de la polonaise Elzbieta Bienkomska comme commissaire au Marché intérieur, industrie, entrepreneuriat et PME, du français Pierre Moscovici comme commissaire aux Affaires économiques et financières, fiscalité et douanes, de la tchèque Vera Jourová comme commissaire aux Consommateurs et du britannique Jonathan Hill comme commissaire à la Stabilité financière, services financiers et union des marchés de capitaux. Notons que Pierre Moscovici sera sous la tutelle d'un vice-président, le finlandais Kirky Katainen, bien connu pour son orthodoxie budgétaire...

Lors d'un forum à Milan, le 11 septembre, le Président de la BCE Mario Draghi fait une intervention remarquée, dont voici le résumé (https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140911_1.en.html) :

« Nous sommes confrontés à un ensemble de facteurs - une faible croissance et une faible inflation, une dette élevée et un chômage élevé - qui doit être traité par une action concertée sur les deux côtés offre et demande de l'économie. Cela nécessite que tous les acteurs - tant au niveau national et européen - jouent leurs parties en ligne avec leur mandat respectif comme prévu dans les traités de l'UE.

La relance monétaire et budgétaire ne peut réussir que si elle est accompagnée par des politiques structurelles appropriées - des politiques qui favorisent la croissance potentielle et inspirent confiance.

L'investissement a été l'une des grands victimes de la crise. Depuis 2008, les investissements des entreprises dans la zone euro ont diminué de près de 20%, contre 15% lors de la récession 1992. Nous ne verrons pas une reprise durable si rien ne change.

Une hausse décisive de l'investissement est essentielle pour ramener l'inflation à notre objectif, à relancer l'économie et à réduire le chômage.

Il y a deux domaines dans lesquels l'action du gouvernement au niveau national et européen peut aider à relancer l'investissement. Tout d'abord, l'environnement réglementaire devrait être plus favorable à la croissance économique. Deuxièmement, les entreprises ont besoin d'avoir accès à des sources de financement plus diversifiées : le lancement d'un syndicat des marchés de capitaux pourrait contribuer à atteindre cet objectif. C'est une idée que la BCE soutient pleinement. (...)

L'EURO

Il faut également une application cohérente et crédible du pacte de stabilité et de croissance dans le temps et entre les pays. Dans le cadre actuel, les pays devraient étudier les moyens de soutenir l'investissement productif.

En matière de politique monétaire, nous avons déployé un certain nombre d'outils non standards pour assurer que notre très accommodante politique monétaire soit transmise à l'économie réelle. La semaine dernière, le Conseil des gouverneurs a décidé de commencer l'achat de certains titres adossés à des actifs de haute qualité et les obligations sécurisées en Octobre. Les tranches senior de ces ABS se sont révélés être des actifs de haute qualité.

Aux côtés de nos opérations de refinancement à plus long terme ciblées, nous espérons que ces mesures permettront d'améliorer le fonctionnement de la transmission de la politique monétaire ».

Le même jour, le gouverneur de la Banque de France Christian Noyer déclare au micro d'Europe 1 qu'il faut que la France coupe « hardiment » dans ses dépenses publiques, qu'elle y va trop timidement, et ajoute : « la Cour des comptes a écrit des volumes entiers pour expliquer quelles dépenses on pourrait couper et qui bénéficieraient à l'activité. Il y a tout ce qu'il faut dans les livres qu'elle a écrits ».

Les 16 et 17 septembre, la Fed maintient ses taux en précisant qu'ils resteront bas « pour une durée considérable » mais continue à réduire ses achats d'actifs obligataires, ce qui devrait mettre un terme à ce programme de rachats mensuels en octobre.

Le jeudi 18, la BCE procède comme prévu au premier de ses 8 TLROs. Ces moyens non conventionnels de refinancement des banques, à long terme et à taux exceptionnellement bas, ont deux objectifs : l'objectif affiché est d'inciter au maximum les banques à augmenter leurs crédits à l'économie réelle et l'objectif officieux est de mettre les banques dans la meilleure situation possible pour passer leurs test de résistance (« stress tests »). Il faut noter également que ces TLROs vont en réalité permettre à de nombreuses banques d'emprunter effectivement à la BCE mais pour lui rembourser les TLROs faits il y a 3 ans. De surcroît, les banques demandent moins de 83 milliards d'euros alors que la BCE tablait sur 100 à 150. Et on se rappelle que la BCE avait prêté sur long terme aux banques 1000 milliards en 2011-2012 sans que pour autant le crédit à l'économie réelle ait pour autant décollé... *Il convient donc de prendre conscience que le crédit bute davantage sur un problème de demande insuffisante que sur des conditions d'offre trop frileuses.*

Dans le Nouvel Observateur du 18 septembre, Aude Lancelin présente le dernier ouvrage, important, de l'écrivain François Meyronnis : « Proclamation sur la vraie crise mondiale » (Liens qui Libèrent) : « elle engage notre rapport entier au monde et déborde de tous côtés la vision étroitement économique des choses, ce «*discours du manche*» écrit Meyronnis. Paraphrasant Gogol dans «des Ames mortes», l'auteur dépeint la planète comme une «*troïka lancée dans une course folle vers un but inconnu*». Sous le fouet du capitalisme intégré, ce sont désormais toutes les parties du globe qui se voient mises en concurrence à chaque moment, et la destruction intégrale de l'homme, ce fétiche familier auquel voulurent croire les Temps modernes, est désormais engagée.

Pour faire pièce à cela, les réponses politiques aujourd'hui avancées sont d'une faiblesse inquiétante. La décroissance que certains appellent de leurs vœux? Absurdité, puisqu'elle présuppose que les êtres humains seraient capables de s'arracher collectivement à l'illimité du désir. Le salut par l'Union européenne? On veut à toute force oublier que le père de celle-ci, Jean Monnet, adversaire symbolique numéro un du général de Gaulle, ne visait nul projet cosmopolitique, mais avant tout à combiner les intérêts oligarchiques des deux côtés de l'Atlantique, sous les aspects d'une démocratie de façade.

Le salut ne viendra pas davantage de la réactivation des vieilles mythologies révolutionnaires, à en croire hélas Meyronnis. Autonomie, progrès, internationale des luttes... Autant de mots qui semblent bien impuissants alors que l'emprise capitaliste s'exerce aujourd'hui de l'intérieur même des individus, laissant si peu de prise aux vieilles dialectiques issues du maître et de l'esclave.

Alors pas d'espoir, alors le triomphe inexorable du consortium financier, et ce, jusqu'à l'abîme? L'auteur ne veut pas davantage s'y résoudre, qui écrit ici qu'*« étant au cœur du danger, chacun de nous garde la ressource d'y trouver le sauf »*. A tous reviendra d'écrire la suite d'un livre troublant, qui ne vise pas à offrir des solutions de confort, mais à fournir des phrases de réveil à toutes les intelligences ». Profitons de cette réflexion pour indiquer le niveau du déficit public et de la dette souveraine (en % du PIB) des pays du Sud de la zone euro qui ont fait l'objet à la fois d'aides et de contraintes fortes

L'EURO

pour réaliser des réformes sévères (les chiffres de 2014 et 2015 correspondent aux perspectives de la Commission européenne) :

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Irlande</i>	0,2 24,9	-7,4 44,2	-13,7 64,4	-30,6 91,2	-13,1 104,1	-8,2 117,4	-7,2 123,7	-4,8 121,0	-4,2 120,4
<i>Grèce</i>	-6,5 107,3	-9,8 112,9	-15,7 129 ,7	-10,9 148,3	-9,6 170,3	-8,9 157,2	-12,7 175,1	-1,6 177,2	-1,0 172,4
<i>Espagne</i>	2,0 36,3	-4,5 40,2	-11,1 54,0	-9,6 61,7	-9,6 70,5	-10,6 86,0	-7,1 93,9	-5,6 100,2	-6,1 103,8
<i>Chypre</i>	3,5 58,8	0,9 48,9	-6,1 58,5	-5,3 61,3	-6,3 71,5	-6,4 86,6	-5,4 111,7	-5,8 122,2	-6,1 126,4
<i>Portugal</i>	-3,1 68,4	-3,6 71,7	-10,2 83,7	-9,8 94,0	-4,3 108,2	-6,4 124,1	-4,9 129,0	-4,0 126,7	-2,5 124,8

Il est difficile de conclure de ces données que la thérapeutique appliquée à ces pays donne les résultats escomptés... Surtout qu'il faut avoir à l'esprit le fait que les deux taux montrent des résultats qui dépendent non seulement de l'évolution du numérateur mais également de celle du dénominateur, c'est-à-dire du PIB. Or, l'évolution du PIB est orientée à la baisse à cause précisément de la politique restrictive exigée par le « troïka ». On comprend facilement qu'une bonne réaction de ces taux ne peut être constatée que si l'activité économique progresse plus vite que les déficits et les dettes publics.

Les 19 et 25, l'agence Moody's maintient sa perspective négative sur la dette souveraine française et sur le système bancaire français.

Le 26, le Haut Conseil des finances publiques publie un avis sur le projet de loi de programmation des finances publiques pour les années 2014 à 2019 (<http://www.hcfp.fr/Avis-et-publication/Avis/Avis-n-2014-04-relatif-au-projet-de-loi-de-programmation-des-finances-publiques-pour-les-annees-2014-a-2019>). Cet avis est à la fois critique et pessimiste.

Parce qu'il estime que les hypothèses de croissance potentielle sont très fragiles et que les prévisions de croissance sont surestimées, ce qui rend le scénario macroéconomique top optimiste. Notons que le même jour, le Haut Conseil publie également un avis sur le projet de loi de financement de la Sécurité sociale pour 2015, dans lequel il relève plusieurs fragilités sur la prévision de croissance et le dynamisme de l'environnement international et de la demande intérieure ; il souligne que l'écart à la trajectoire de solde structurel de la loi de 2012, qui est toujours en vigueur, n'a pas été corrigé et qu'il est même aggravé, ce qui empêche de croire en la réalisation des objectifs de limitation de la croissance de la dépense publique et d'amélioration du solde structurel.

Le 30 septembre, l'INSEE publie l'état de la dette souveraine française à la fin du 2^{ème} trimestre 2014 : au sens de Maastricht, elle dépasse les 2000 milliards d'euros et les 95% du PIB. Pour ce qui concerne les finances publiques à proprement parler, le Haut Conseil considère que ce projet n'est pas cohérent avec les engagements pris par la France.

En ce qui concerne le taux de change de l'euro contre dollar, il est de 1,2684 le 26 septembre après avoir été de 1,2951 le 5, 1,2963 le 12 et 1,2829 le 19. *La baisse de l'euro se poursuit donc. Les deux principaux facteurs explicatifs sont la politique monétaire de la BCE, conventionnelle et non conventionnelle, et le manque de dynamisme de l'économie européenne. Des experts anticipent une poursuite de cette baisse, et même une accélération (la Deutsche Bank et la Barclays prévoient même que l'euro pourrait valoir près d'un dollar, voire moins, d'ici 2017) à cause d'un fort développement des exportations de capitaux. En effet, la zone euro accumule de forts excédents extérieurs courants, et par conséquent une épargne considérable qui va chercher de plus en plus à se placer dans des pays offrant de meilleures perspectives de rentabilité qu'en Europe.*

Également fin septembre, parution en Allemagne d'un ouvrage de Marcel Fratzscher, Président de l'Institut de recherches DIW, intitulé : « **Allemagne, l'illusion** », dans lequel l'auteur démontre que l'économie de son pays est en échec, que celui-ci vit sur ses acquis et qu'il est en déclin : il faut donc en finir avec les clichés trop flatteurs et dangereux. Il souligne en particulier, en plus de la situation démographique, la grave insuffisance d'investissements, ce qui l'amène à penser que

L'EURO

l'Allemagne pourrait redevenir « l'homme malade de l'Europe », comme elle l'avait été il y a une dizaine d'années.

• Octobre 2014 ->

Le mercredi 1^{er}, présentation par le gouvernement français du budget pour l'État pour 2015. Il est prévu de réaliser l'an prochain 21 milliards d'euros d'économies - et 50 Mds sur trois ans - pour limiter la hausse des dépenses publiques à 0,2 % par an. Ces « économies en dépenses » ne correspondent pas à une diminution des dépenses mais à une réduction des dépenses par rapport à leur évolution tendancielle qui est estimée à 1,7% en volume par an. Cela correspond malgré tout à un réel effort car les dépenses publiques ont progressé de 2% par an entre 2002 et 2011. Il n'empêche que le déficit public ne reculera donc que très peu l'an prochain, à 4,3 % du PIB, après 4,4 % en 2014 et 4,2 % en 2013, alors qu'il était prévu un objectif de 3,8% dans le programme de stabilité 2014-2017. Cela s'explique notamment par la dégradation du solde conjoncturel du fait que la croissance du PIB et le taux d'inflation sont faibles et que l'élasticité des recettes fiscales par rapport au PIB est inférieure à 1. Le retour aux normes européennes ne devrait s'effectuer qu'en 2017, contre un engagement initial à revenir dès l'an prochain au seuil de 3 % du PIB de déficit public. Le gouvernement ne table plus désormais que sur une croissance de 0,4 % en 2014 et de 1 % en 2015. Les 50 Mds d'économies programmées sont ventilées de la manière suivante : 19 Mds d'économies sur les dépenses de l'État et de ses agences, 10 Mds sur les dépenses d'assurance-maladie, 10 Mds sur les autres dépenses sociales et 11Mds sur les collectivités locales.

Dans le Blog de l'OFCE, en date du 13 octobre, Henri Sterdyniak fera la réflexion logique suivante :

« La France a signé le Pacte de Stabilité en 1997 et en 2005 puis le Traité budgétaire en 2012. Selon ces textes, le déficit public d'un pays de la zone euro ne doit pas dépasser les 3 points de PIB ; dès que le déficit public dépasse cette limite, le pays est soumis à la procédure de déficit excessif et doit revenir sous les 3% selon un calendrier accepté par la Commission. La France s'était engagée à revenir en dessous des 3% en 2012, puis en 2013 ; elle a obtenu, en juin 2013, la possibilité de reporter à 2015 le passage sous les 3%. Mais, selon le budget présenté fin septembre 2014, le déficit public de la France sera toujours de 4,3% du PIB en 2015 ; le passage sous les 3% est reporté à 2017. En décembre 2012, la France s'était engagée à faire un effort budgétaire de 3,2 points de PIB sur les trois années 2013-14-15 ; selon le nouveau budget, l'effort ne sera que de 1,4 point, soit de 1,1 point en 2013, 0,1 point en 2014, 0,2 point en 2015. Ainsi, la France ne fera même pas en 2014 et 2015 l'effort de 0,8 point de PIB auquel elle s'était engagée en juin 2013 ; elle ne fera pas non plus, durant ces 2 années, l'effort de 0,5 point de PIB, qui s'impose à tous les pays dont le déficit structurel est supérieur à 0,5 point de PIB. Au lieu de prendre des mesures pour se rapprocher de la trajectoire de solde public annoncée par la Loi de Programmation des Finances Publiques votée en 2012, le gouvernement va faire voter une nouvelle LPFP, ce qui est contraire à l'esprit du Traité budgétaire. Bref, soit Bruxelles sanctionne la France, soit elle renonce à faire respecter les principes du Pacte et du Traité ».

Notons qu'en date du 15, également dans le Blog de l'OFCE, Xavier Timbeau démontrera « l'infinie maladresse du budget français ».

Le Conseil des gouverneurs tient à Milan sa réunion mensuelle le jeudi 2 : pas de changement pour les taux directeurs ; est annoncé pour le 4^{ème} trimestre de l'année l'achat d'obligations sécurisées adossées à des actifs (ABS), opération qui devrait durer au moins 2 ans et dont les modalités seront précisées dans un communiqué un peu plus tard dans l'après-midi ; avec la poursuite de TLROs jusqu'en 2016, cela devrait avoir d'importants effets sur le bilan de la BCE ; est rappelée aussi la détermination de la BCE à prendre d'autres mesures non conventionnelles si le taux d'inflation devient encore plus bas (il a été de 0,3% en septembre contre 0,4% en août). Comme d'autres, M. Draghi estime qu'il y a un affaiblissement de la dynamique de croissance dans la zone euro. Interrogé sur le cas français, le président de la BCE dit qu'il fait confiance à Paris pour prendre toutes les mesures nécessaires en termes de réformes. Car la politique monétaire accommodante de la BCE ne suffit pas pour favoriser l'investissement, l'emploi et la croissance potentielle : il faut également d'autres types de politiques, notamment pour réformer les marchés du travail et de la production et pour améliorer l'environnement des entreprises. D'ailleurs, Madame Lagarde considère que cela se répercute sur la croissance mondiale (le FMI ne prévoit plus que 0,8% de

L'EURO

croissance pour l'UE en 2014 et 1,3% pour 2015, et son chef économiste, O. Blanchard pense qu'il existe « un risque que la reprise économique connaisse un coup d'arrêt dans la zone euro, que la demande s'affaiblisse encore et que la faible inflation se transforme en déflation »). M. Draghi et Ch. Lagarde constatent que les faibles progrès en matière de réformes structurelles sont un facteur qui pèse lourd dans la mollesse de l'activité économique de la zone euro. Le G20 du 20 septembre avait insisté sur les répercussions mondiales du malaise économique de l'Europe (la production industrielle de la zone euro a baissé de 1,8% en août).

Les marchés auront une réaction plutôt négative aux décisions de la BCE car ils attendaient au moins un signal en faveur d'un « QE souverain », c'est-à-dire un rachat de titres de dette publique. Quand on constate que depuis la mi-2011 l'économie française est pratiquement à l'arrêt (+0,1% de croissance en moyenne par trimestre entre le 2^{ème} trimestre 2011 et le 2^{ème} trimestre 2014) et que rien ne laisse espérer un retour à des taux de croissance plus élevés, il est intéressant de lire la note du Conseil d'analyse économique, rédigée par P. Artus, C. Garcia-Penalosa et P. Mohnen, et présentée au premier ministre le 19 septembre, fait deux types de recommandations pour redresser la croissance potentielle de la France (<http://www.cae-eco.fr/IMG/pdf/cae-note016.pdf>) :

1. Compétences de la force de travail et leur adéquation aux emplois

- Renforcer le temps passé en entreprise dans les filières professionnelles du secondaire.
 - Accroître les incitations des régions et des établissements d'enseignement à faire évoluer les formations en fonction des besoins des entreprises.
 - Accroître la part de formations technologiques post-Bac relativement à certaines filières générales post-Bac.
 - Assouplir les conditions de la formation en alternance pour les plus de 25 ans
 - Aligner la durée maximale d'indemnisation du chômage des plus de 50 ans sur celle du reste de la population.
- Améliorer la prise en compte des cumuls emploi-retraite pour le calcul des pensions.

2. Incitations des entreprises à innover

- Améliorer l'efficacité du Crédit d'impôt recherche (CIR) en poursuivant l'effort de simplification de la procédure, le compléter par des aides directes à la recherche dans des domaines à fortes externalités.
- Mener une étude sur les causes profondes de la faible rentabilité du capital-risque en France.
- Adapter la réglementation des secteurs non manufacturiers, en particulier ceux qui produisent des services intermédiaires pour les autres secteurs.

Le lundi 6, publication par l'INSEE (France), l'Ifo (Allemagne) et l'Istat (Italie) d'une note sur les perspectives - « moroses » - de croissance dans la zone euro pour la fin de 2014 et le début de 2015 (http://www.insee.fr/fr/indicateurs/ind108/20141006/EZEO_Octobre2014_VF.pdf).

Le lundi 13, la réunion à Luxembourg de l'Eurogroupe porte naturellement sur la situation économique de la zone euro en général, avec les questions du renforcement de la croissance, l'amélioration du potentiel de croissance et la création d'emplois, et sur celles des investissements et de l'évolution de certains États membres en particulier. Tout en réaffirmant l'importance centrale du Pacte de stabilité et de croissance, il est reconnu que des actions fortes de stimulation et des réformes structurelles sont attendues des gouvernements.

Le mercredi 15, ajoutées aux problèmes géostratégiques (crise ukrainienne, État islamique, virus Ebola), des informations économiques inquiétantes viennent à la fois des États-Unis et de l'Allemagne, si bien que le milieu de semaine est marqué par des baisses boursières très fortes, comme si les opérateurs, emmenés par les fonds spéculatifs, craignaient l'avènement d'une nouvelle crise financière : le CAC40 passe sous la barre des 4000 points et l'indice S&P500 perd 1,12% entre le 13 et le 17. Mais il avait bondi de 80% depuis mars 2011 : ne s'agit-il pas alors plutôt d'une correction après l'euphorie ?

Le 16, Michel Aglietta fait dans le Blog du CEPII un vibrant plaidoyer pour l'investissement public (<http://www.cepii.fr/BLOG/bi/post.asp?IDcommuniqué=337>).

Le 20, dans le but de dépasser l'antagonisme entre une France qui n'épargne pas assez et une Allemagne qui n'investit pas assez (« 50 Mds d'économies chez nous, 50 Mds d'investissements chez eux, ce serait un bon équilibre » dit E. Macron), les ministres français de l'économie et des finances français et allemands se rencontrent à Berlin. Ils décident en particulier de préciser le 1^{er} décembre les réformes et les investissements que les deux pays feront pour relancer la croissance de manière concertée. Les économistes J. Pisani-Ferry et H. Enderlein sont désignés pour préparer courant novembre des propositions en ce sens. Mais le 22, S&P publiera une étude montrant qu'un plan de relance en Allemagne « n'aurait qu'un effet limité sur le reste de la zone euro » ; spécialement en France. Cela rejoint les conclusions d'une étude du FMI de juillet. Autrement dit,

L'EURO

une augmentation des investissements en Allemagne est sans doute une nécessité pour la bonne santé de l'économie allemande mais elle n'est pas le remède miracle pour booster la croissance européenne. Notons que selon de récentes statistiques européennes, le taux d'investissement des sociétés non financières de l'UE tourne stagne autour de 21,5%-22% depuis le début de 2009 alors qu'il était monté de 23% à près de 25% entre début 2003 et début de 2008.

Le mercredi 22, le Parlement européen vote en faveur de la nouvelle Commission européenne, emmenée par J.-C. Juncker, par 423 voix pour, 209 contre et 67 absentions. La nouvelle Commission prendra ses fonctions le 1^{er} novembre et remplacera donc la « Commission Barroso 2 ». J.-C. Juncker déclare : « Après un long voyage démocratique, aujourd'hui, mon équipe a franchi la ligne d'arrivée, je suis honoré que ma Commission ait reçu le soutien démocratique du Parlement européen. Maintenant, il est temps de retrousser nos manches et.. de se mettre au travail : amorcer la reprise économique, créer des emplois plus nombreux et de meilleure qualité, améliorer le sort de la jeunesse de l'Europe pour un avenir meilleur, protéger les plus vulnérables de notre société et faire face à la situation géopolitique qui se détériore rapidement. Ensemble, nous réussirons ». Voir http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-1192_fr.htm.

Ce même mercredi 22, 5 pays de la zone euro, la France, l'Italie, l'Autriche, la Slovénie et Malte, reçoivent une lettre de la Commission leur demandant des précisions sur leur projet de budget pour 2015. Contrairement à son homologue italien, le gouvernement français estime qu'il n'a pas à rendre public ce type de courrier. Mais Mediapart le publierai le 24 et le commissaire européen aux Affaires économiques et budgétaires Jyrki Katainen y écrit en particulier : « Je vous écris pour vous demander les raisons qui ont conduit la France à dévier des objectifs budgétaires fixés par le Conseil, en ce qui concerne à la fois le déficit public et l'ajustement de l'équilibre budgétaire structurel en 2015. Je voudrais également savoir comment la France prévoit de se conformer à ses obligations de politique budgétaire en 2015, conformément au pacte de stabilité et de croissance.

Selon les éléments fournis par la France, le projet de budget ne prévoit pas de ramener le déficit public sous la barre des 3 % du PIB d'ici à 2015, la valeur de référence du traité. (...) 2015 est la date butoir fixée par le Conseil dans ses recommandations du 21 juin 2013 avec l'objectif de mettre fin à la procédure de déficit public excessif pour la France (...) Tout porte à croire que le projet de budget pour 2015 prévoit de manquer aux obligations budgétaires qui découlent des recommandations du Conseil, sous la procédure de déficit public excessif", insiste le Commissaire, même s'il précise que "la Commission cherche à poursuivre un dialogue constructif avec la France ». En réponse, le Président Hollande, considérant ce courrier comme « banal », réaffirme que la France entend respecter ses engagements européens mais avec le maximum de flexibilité et qu'en tout état de cause elle n'irait pas au-delà des 21 milliards d'euros d'économies prévus dans son budget 2015. F. Hollande fait allusion aux flexibilités prévues par le Pacte de stabilité et de croissance, spécialement en cas de « circonstances économiques exceptionnelles ».

Les 23 et 24, sommet européen consacré au climat. Les 28 parviennent à un compromis en se donnant 3 objectifs à l'horizon 2030 : réduire d'au moins 40% les émissions de gaz à effet de serre, porter à 27% la part des énergies renouvelables du mix énergétique et réaliser 27% d'économies d'énergie. Ce compromis est un beau résultat quand on connaît les positions divergentes des États membres ; il n'empêche que plusieurs ONG trouvent ces objectifs très insuffisants.

À l'occasion de ce sommet, la Commission européenne rappelle aux États membres le contenu du budget rectificatif de l'Union adopté mi-octobre pour boucler le budget européen. Ce rectificatif introduit de nouvelles modalités de calcul du PIB, ce qui fait que certains pays vont faire des économies (1 milliard pour la France et 780 millions pour l'Allemagne) mais d'autres pays devront payer davantage, en particulier le Royaume-Uni (2,1 milliards en plus), ce qui entraîne la colère du Premier ministre David Cameron et le refus de son pays de payer cette rallonge.

Dimanche 26 : la BCE annonce les résultats des tests de résistance imposés à 130 banques de la zone euro. C'est une quadruple réussite. Premièrement, parce qu'il n'y a que 25 banques qui ont été « recalées », lesquelles se trouvent dans les pays qui ont été particulièrement touchés par la crise, non seulement la Grèce mais aussi et surtout l'Italie avec 9 banques. Toutes les banques importantes de la zone euro ont réussi ces tests. Deuxièmement, parce que la méthodologie employée pour effectuer ces tests est bien meilleure que celle qui avait été mise en œuvre en juillet 2010 : le Conseil de supervision actuel a mieux réussi que l'Autorité bancaire européenne d'hier et le retard avec les États-Unis a été rattrapé. Rappelons qu'en juillet 2010 les banques irlandaises avaient pleinement satisfait aux tests d'alors et se sont effondrées quant mois après. Troisièmement, l'autorité de la BCE est renforcée quelques jours avant de devenir - le 4 novembre - le superviseur

L'EURO

de l'ensemble des banques de la zone euro. Les résultats de ces tests constituent donc une sorte d'état de lieux avant que n'entre en fonction l'organe de supervision bancaire de la BCE. Notons que ces tests ont été faits à partir des bilans de fin 2013, autrement dit sans tenir compte des efforts faits depuis par les banques pour accroître leurs fonds propres. Si l'on en tient compte, le nombre de banques recalées tombe à 13 (4 italiennes - dont la 3^{ème} plus grande du pays -, 2 grecques, 2 slovènes, 1 autrichienne, 1 portugaise, 1 irlandaise, 1 chypriote et la franco-belge Dexia) et l'insuffisance de capitaux propres des banques passe de 25 milliards d'euros à 9,5. Les banques qui ont échoué ont 15 jours pour élaborer un plan de se recapitalisation et quelques mois pour le réaliser. Enfin, quatrièmement, ce résultat globalement positif, qui est une réussite à la fois pour les grandes banques commerciales de la zone euro et pour la BCE, constitue une étape importante dans la construction de l'union bancaire. Rappelons que l'union bancaire a été lancée en juin 2012 et que la supervision bancaire unique (MSU), confiée à la BCE, en est le premier des trois piliers qui la définissent, les deux autres étant d'un côté le mécanisme unique de résolution, qui sera opérationnel en 2016 et qui sera lui-même constitué d'un conseil de résolution unique (MRU) pour s'occuper en l'espace d'un week-end s'il le faut de la liquidation ou de la restructuration des banques en difficulté (en sollicitant en premier les actionnaires et les créanciers pour couvrir les pertes), et d'un fonds de résolution commun (qui atteindra 55 milliards € en 2022) alimenté par le secteur bancaire, et de l'autre la garantie des dépôts jusqu'à 100 000 euros, mais l'Allemagne s'est opposée à la constitution d'un fonds commun, ce qui réduit la portée du dispositif. Le MRU ne s'appliquera qu'aux établissements participant au MSU et c'est le principe du renflouement interne (« bail-in ») qui s'appliquera et non plus le renflouement externe (« bail-out »), autrement dit par les pouvoirs publics : ce sont le actionnaires et les créanciers, par ordre de séiorité, qui seront les premiers à payer, jusqu'à 8% du passif de la banque, et le fonds de résolution sera mis à contribution au-delà mais à hauteur de 5% du passif. Cela dit, les experts sont unanimes pour considérer que la somme de 55 milliards est trop faible et des études montrent que les banques de la zone euro sont nettement en repli en comparaison des banques hors zone euro. Certes, toutes les banques du monde ont été très touchées par la crise financière des années 2007-2008, enregistrant une chute de leurs créances internationales, mais celles-ci ont vu leurs activités internationales repartir très vite alors que celles-là sont toujours en perte de vitesse : en 2012, les banques de la zone euro ont réalisé 40% de l'activité bancaire internationale contre 56% en 2007.

L'union bancaire européenne semble pour de nombreux experts placée sur de bons rails. Il n'empêche que d'autres relativisent la portée de l'union bancaire telle qu'elle est mise en place en Europe. C'est le cas de l'ancien banquier J.-M. Naulot dans son article paru sur le site du journal Le Monde en date du 14 avril où il considère qu'il s'agit « d'une machine inutile et dangereuse » : http://www.lemonde.fr/idees/article/2014/04/14/le-compromis-sur-l-union-bancaire-a-cree-une-machine-inutile-et-dangereuse_4400600_3232.html. C'est le cas aussi de J. Couppey-Soubeyran dans un article du Monde du 29 octobre, intitulé « Secteur bancaire : tout va bien madame la Marquise », où elle montre que fonder les tests de résistance sur un ratio prudentiel calculé en pondérant les actifs bancaires par leurs risques respectifs aboutit à des résultats bien plus avantageux que lorsqu'un telle pondération n'est pas faite, surtout que ce sont les banques elles-mêmes qui effectuent cette pondération. En calculant les ratios prudentiels sans pondération, ce sont 76 banques qui auraient un taux inférieur à la norme de fonds propres de 5%, dont 20 allemandes et 10 françaises, parmi lesquelles se trouvent de grandes banques « systémiques »... D'autres experts critiquent également les modalités de ces « stress tests » en regrettant par exemple que les risques liés au contexte déflationniste et à l'interconnexion des banques aient été sous-estimés. Les députés européens écologistes publieront d'ailleurs le lendemain, le lundi 27, des « stress tests alternatifs » en tenant compte notamment du niveau d'endettement, de la part des activités spéculatives et du financement de l'économie réelle ainsi que du degré de dépendance aux montages financiers offshore : ce sont de très grandes banques systémiques qui sont les « moins utiles socialement ». Il apparaît ainsi que la question « too big to fail » est toujours d'actualité et que par conséquent les résultats officiels des tests de résistance masquent la garantie implicite que les États donnent de fait à leur système bancaire. L'expert financier indépendant A. Kloeck estime à près de 86 milliards d'euros les subventions implicites dont ont bénéficié en 2013 les 57 plus grandes banques européennes (voir Le Monde du 29 octobre).

L'EURO

Lundi 27, pour éviter que Bruxelles émette un avis négatif sur le projet de budget, la France et envoient à la Commission un courrier pour l'informer que des efforts supplémentaires à hauteur de 3,6 milliards pour la France et de 4,5 pour l'Italie vont être faits et que cela fera baisser le déficit structurel (de 0,5 point du PIB pour la France et de 0,3 point pour l'Italie, ce qui correspond aux exigences de Bruxelles). En ce qui concerne la France, les 3,6 milliards ne proviennent pas d'économies de dépenses supplémentaires mais de changements dans certaines estimations, notamment du montant des intérêts de la dette (en tenant compte d'une baisse des taux plus importante que prévue) et du PIB (ce qui amène à réduire l'effort structurel à faire), et du renforcement de la lutte contre la fraude et l'optimisation fiscales.

Le courrier de Paris réussit à amadouer Bruxelles puisque le mardi 28, le commissaire européen aux affaires économiques Jyrki Katainen (appelé à devenir dans quelques jours vice-président de la nouvelle Commission) annonce qu'il n'a pas relevé de « cas sérieux de non-conformité » dans les budgets des États membres que la Commission a examinés : celle-ci n'émet donc pas d'avis négatif.

Le mardi 28, l'Assemblée nationale française adopte le projet de budget de la Sécurité sociale qui introduit une importante réforme concernant les allocations familiales : celles-ci seront modulées selon le revenu ; c'est une petite révolution pour la politique familiale qui n'avait pas jusqu'ici un tel objectif de redistribution.

Mercredi 29, sous l'égide du Forum mondial pour l'échange d'informations et la transparence à des fins fiscales, qui dépend de l'OCDE, signature à Berlin par 49 pays, dont le Luxembourg et l'Autriche, et aussi des places financières offshore, d'un accord décisif en faveur de la lutte contre la fraude fiscale internationale puisqu'il met en place l'échange automatique d'informations fiscales, et non plus à la demande.

Également le mercredi 29, constatant l'amélioration de la situation économique des États-Unis et plus spécialement de celle de l'emploi, la Fed annonce la fin de son programme d'achats de bons du Trésor et de titres hypothécaires (depuis 2 ans, elle aura ainsi injecté 1600 milliards de \$ avec son « QE3 », et alourdi son bilan de près 4500 milliards à cause de ses 3 phases de QE menées depuis 6 ans) mais a réaffirmé son intention de garder encore pour longtemps des taux directeurs bas, sans en dire plus pour empêcher en quelque sorte les marchés d'anticiper trop facilement un remontée de ces taux.

Jeudi 30, publication par Le Monde d'une chronique « Un suicide européen », signée par Arnaud Leparmentier, qui estime que « l'Europe ne meurt pas, elle agonise ». Il accuse « trois coupables qui retombent dans leurs travers historiques et menacent une communauté bâtie depuis cinquante ans sur le droit. Les Britanniques par égoïsme, les Allemands par juridisme, les Français par orgueil » ; et conclut : « la seule solution reste dans le saut fédéral ». Selon nous, la chronologie pourrait être, après l'union monétaire, l'union budgétaire, puis l'union économique et enfin l'union politique ; tout en reconnaissant qu'en faisant l'union monétaire avant les autres, et spécialement avant l'union politique, on a certes épousé la politique petits pas des pères de l'Europe mais on a mis la charrue avant les bœufs.

Vendredi 31, Eurostat estime tout à la fois que l'inflation d'octobre est en légère hausse (0,4% contre 0,3% en septembre et 0,4% en août) et qu'elle est appelée cependant à rester faible sous l'effet de la baisse du prix du pétrole et de la faiblesse de la demande intérieure.

L'euro cote ce dernier jour du mois 1,2525\$, après avoir coté 1,2515 le 3, 1,2629 le 10, 1,2761 le 17 et 1,267 le 24. Face au billet vert, l'euro baisse depuis le mois de mars : il a perdu plus de 10%. Bien évidemment, cette évolution a des effets contradictoires sur la situation économique de la zone euro et de ses États membres, et de manière différente pour les uns et les autres. L'OCDE estime qu'une baisse de 10% de l'euro - en termes effectifs – fait s'accroître la croissance réelle de 0,7 points pendant 2 ans et élève le taux d'inflation de 0,3 points pendant 3 ans ; les pays les plus bénéficiaires d'une telle évolution sont ceux qui sont le plus ouverts à l'économie mondiale hors zone euro et dont l'élasticité-prix des exportations est élevée (la dépréciation de l'euro n'a aucun effet sur la compétitivité des produits français par rapport aux produits allemands). En allant vers 1,25\$, le taux de change de l'euro contre dollar est proche de ce que beaucoup considèrent comme son taux d'équilibre ; mais ne faut-il pas réviser à la baisse le niveau de ce taux de change d'équilibre pour tenir compte du risque de déflation ?

• Novembre 2014 ->

Le mardi 4, la Commission européenne prévoit pour la zone euro en 2015 une croissance de 0,8%, avec un taux d'inflation de 0,8% ; ses prévisions pour 2016 sont respectivement de 1,7% et de 1,5%. Le taux de chômage serait de 11,3% en 2015 et de 10,8% en 2016. Pour la France elle prévoit une croissance de 0,7% en 2015 contre une prévision gouvernementale de 1%, ce qui entraîne une différence d'appréciation concernant l'évolution du déficit public : alors que le gouvernement le prévoit à 4,3% du PIB en 2015, à 3,8% en 2016 puis à 3% en 2017, la Commission le met - sous conditions de politiques constantes - à 4,5% en 2015 et en augmentation jusqu'à 4,7% en 2016, d'où l'impossibilité de revenir aux 3% en 2017... : la France pourra-t-elle bénéficier d'un délai supplémentaire ? Le journal allemand *Der Spiegel* a publié la veille, le lundi 3, une lettre envoyée le 20 octobre à Bruxelles par les ministres allemands de l'économie et des finances pour demander que les règles budgétaires européennes soient davantage respectées et que donc les pays qui ne les respectent pas encore prennent fermement les décisions de réformes nécessaires ; et pour mieux les inciter à le faire, ils adressent à la Commission un certain nombre de recommandations très strictes. Ce même jour est publié un rapport d'audit interne du FMI : l'organisation internationale aurait eu raison d'encourager dès le déclenchement de la crise les politiques de soutien à la croissance mais a conseillé par la suite, trop vite et trop fort, les politiques d'austérité budgétaire, surtout mixée avec une politique monétaire très accommodante ; d'où des risques financiers et de change supplémentaires.

Le jeudi 6, lors de sa réunion mensuelle, la BCE ne modifie pas ses taux directeurs, précise que les achats de créances titrisées de PME et d'obligations sécurisées des banques se poursuivront au moins deux ans et surtout que de nouvelles mesures sont étudiées pour le cas où la situation l'exigerait en termes de croissance et d'inflation trop faibles : il est concrètement envisagé d'injecter 1000 milliards d'euros supplémentaires dans la zone euro, ce qui ne manquerait pas d'alourdir fortement le bilan de la BCE. Dans un contexte économique défavorable à l'Europe, les investisseurs sont rassurés : l'euro passe un moment sous la barre de 1,24\$ et les places financières européennes sont vite orientées à la hausse. Il n'empêche que cette éventualité n'aurait pas nécessairement les effets attendus. *Il faut se méfier du benchmarking en matière de politique monétaire : ce qui réussit aux États-Unis ou au Japon peut ne pas réussir en Europe, essentiellement parce que, outre les différences de situations macroéconomiques, de comportements des Banques centrales et de structures de financement des agents non financiers (la zone euro reste une économie d'endettement bancaire alors que les marchés financiers jouent le rôle primordial aux États-Unis), les canaux de transmission de la politique monétaire ne jouent pas de la même façon ici et là. En particulier, le canal de l'effet richesse joue beaucoup moins en Europe, si bien que les augmentations des prix des actifs spéculatifs que peuvent permettre théoriquement les injections de liquidités par la Banque centrale ne se traduisent pas par une augmentation sensible de la demande finale. Cette argumentation relativise beaucoup les thèses de ceux qui voudraient voir la BCE prendre les mêmes mesures de QE que celles prises par la FED et qui font donc de la levée du véto allemand la condition sine qua non de la sortie de crise de la zone euro (voir par exemple l'entretien donné au journal *Le Monde* le 14 novembre par Kevin O'Rourke). De surcroît, la rechute actuelle de l'économie japonaise interroge l'efficacité des « Abeconomics » et en particulier celle des achats massifs de titres publics réalisés par la BoJ.*

Le 7, le journal *Le Monde* révèle avec de nombreux autres média étrangers des accords secrets entre le Luxembourg et 340 multinationales pour fuir le fisc du pays où elles sont implantées, en pratiquant des « tax rulings », ce que défend le ministre des finances luxembourgeois au titre d'un véritable « patrimoine » national ! Le tax ruling est bien décrit dans *Le Monde* du 7 novembre (Économie & entreprise, p. 3). On commence vite à parler de « LuxLeaks ». *Pas surprenant que le Président de la nouvelle commission européenne se sente mal à l'aise quand on se souvient qu'il a été de longues années durant ministre des finances et premier ministre du Luxembourg. Nous avons déjà exprimé plus haut notre étonnement quand J.-C. Juncker est devenu le Président de l'Eurogroupe. Ce n'est donc pas la première fois qu'il apparaît être à contre-emploi, dont il semble être un spécialiste puisqu'il a proposé lui-même comme commissaires des personnes elles-mêmes à contre-emploi... Notons que l'agence Bloomberg, les eurodéputés de la gauche radicale et les europhobes demanderont lors des jours suivants la démission de M. Juncker. Il faudra attendre le 12 pour que le Président de la « Commission de la dernière chance » comme il l'appelle lui-même se défende devant les journalistes puis devant le Parlement européen en reconnaissant sa responsabilité politique mais en réfutant qu'il ait été l'architecte du système des « tax rulings » utilisé à grande échelle par le Luxembourg, et en réaffirmant sa détermination à lutter contre l'évasion fiscale. Le Luxembourg connaît alors une crise politique et promet une loi pour encadrer les relations entre le fisc et les firmes multinationales. Remarquons enfin que les avantages fiscaux accordés par la Luxembourg ont surtout bénéficié à*

L'EURO

des multinationales américaines, ce qui a eu pour effet de nuire aux entreprises européennes et d'être à par conséquent à l'origine d'une concurrence déloyale.

Les 15 et 16, réunion en Australie du G20 (90% de l'économie mondiale) pour essentiellement traiter du soutien de la croissance mondiale, au travers d'investissements en infrastructures et de libéralisation des marchés, avec le lancement de « l'initiative mondiale pour les infrastructures », mais aussi conforter les progrès déjà réalisés en matière de fiscalité et de régulation financière. Les États-Unis s'inquiètent de la situation économique de l'Europe et craignent que pour elle la décennie soit perdue. Une avancée importante est faite sur la question du climat puisqu'est décidée une action « résolue et effective ». Mais le sommet se déroule dans un contexte géostratégique très perturbé par la crise ukrainienne (le rouble vient de perdre 26% de sa valeur face à l'euro en un mois). *Le lancement de « l'initiative mondiale pour les infrastructures » répond à la baisse sensible des flux d'investissements physiques au niveau planétaire, tout particulièrement dans les économies matures. Seulement, la situation générale des finances publiques oblige à compter essentiellement sur les financements de marché : la Banque mondiale avait déjà lancé en octobre son programme « le mécanisme mondial de financement des infrastructures » en partenariat avec les grandes banques mondiales d'investissement et d'importants investisseurs institutionnels. En Europe, le « plan Juncker » s'inscrit complètement dans ces mêmes préoccupations.*

Le 21, lors d'un congrès bancaire à Francfort, le Président de la BCE a assuré que son institution est prête, pour que le taux d'inflation se rapproche de la norme fixée de 2%, à étendre ses achats d'actifs si cela s'avère nécessaire, en modifiant « la taille, le rythme et la composition ».

Le 25, le Pape François intervient devant le Parlement européen puis devant le Conseil de l'Europe où il pose les questions : « À l'Europe, nous pouvons demander : où est ta vigueur ? Où est cette tension vers un idéal qui a animé ton histoire et l'a rendue grande ? Où est ton esprit d'entreprise et de curiosité ? Où est ta soif de vérité ? ». Sur les deux discours, voir Le Monde du 27 novembre, p. 19.

Le 24, en réponse aux critiques plus ou moins feutrées venant de Berlin sur la politique économique et financière menée en France, le ministre des finances M. Sapin considère que la procédure ne doit pas l'emporter sur le fond, que la relance de l'activité est la priorité et que la question budgétaire n'est qu'un moyen.

Le 26, dans le but de « remettre l'Europe au travail », J.-C. Juncker présente son plan de relance de l'investissement en Europe (http://ec.europa.eu/priorities/jobs-growth-investment/plan/docs/an-investment-plan-for-europe_com_2014_903_fr.pdf), d'un montant de 315 milliards € sur 3 ans (2015-2017). Ce plan vise essentiellement le financement d'infrastructures dans les secteurs du numérique, de l'énergie et des transports, avec la création du Fonds européen pour les investissements stratégiques (FEIS). Ce nouveau fonds doit être placé sous l'autorité de la Commission et de la BEI. Il aurait un capital de 21 milliards (16 apportés par le budget de l'UE et 5 par la BCE) et chaque euro public est censé générer 15 euros privés. Mais quid de la sélection des projets à financer ? En tous les cas, c'est une heureuse initiative qui remet en scène l'Europe des grands projets et renouvelle les modalités d'action des politiques européennes.

Ce projet sera examiné par les dirigeants européens lors du sommet des 18 et 19 décembre.

Le 27, officialisation à Bercy du rapport sur « les réformes, l'investissement et la croissance pour la France, l'Allemagne et l'Europe », établi par le couple d'économistes franco-allemand Pisani-Ferry et Enderlein : <http://www.economie.gouv.fr/files/files/PDF/synthese-rapport-pisani-enderlein.pdf>.

La conclusion tient en 7 propositions :

« Nous proposons :

1. Des réformes en France et en Allemagne. Les réformes ne sont pas les mêmes car les deux pays ne sont pas confrontés aux mêmes défis. En France, les incertitudes à court terme réduisent la confiance à long terme, mais les perspectives à plus long terme semblent meilleures. En Allemagne, les incertitudes à long terme réduisent la confiance à court terme, mais la situation à court terme semble relativement bonne. En France, nous craignons un manque d'audace pour des réformes décisives. En Allemagne, nous craignons un risque de contentement excessif.

2. Des packs de réformes. Nos propositions de réformes ciblent les domaines prioritaires dans chaque pays. Nous proposons de grouper les actions servant le même objectif en « packs » et de nous concentrer sur un petit nombre de tels « packs de réformes ». En France, ils concernent (i) la transition vers un nouveau modèle de croissance, basé sur un système combinant plus de flexibilité avec de la sécurité pour les employés (« flexisécurité ») et une réforme du système

L'EURO

juridique, (ii) une base plus large pour la compétitivité et (iii) la construction d'un Etat moins lourd et plus efficace. En Allemagne, ils concernent (i) les défis démographiques, notamment en préparant la société allemande à une immigration supérieure et en augmentant la participation des femmes sur le marché du travail, (ii) la transition vers un modèle de croissance plus inclusif, fondée sur l'amélioration de la demande et un meilleur équilibre entre épargne et investissement. Ces réformes ne visent pas à plaire au voisin respectif, mais à créer de meilleures conditions pour l'emploi, la croissance à long terme et le bien-être dans chaque pays ainsi qu'en Europe.

3. Une initiative réglementaire européenne. L'investissement privé est un jugement sur l'avenir. L'investissement nécessite la confiance. Dans de nombreux secteurs, l'intervention publique joue un rôle majeur dans la formation des anticipations à long terme. Dans l'énergie, les transports et le secteur du numérique, pour ne citer qu'eux, les régulateurs doivent bien choisir les règles et paramètres et en assurer la prévisibilité. Les investisseurs ont besoin d'être assurés que l'Europe s'engage à accélérer sa transition vers une économie numérique et peu consommatrice en carbone. Lever les incertitudes concernant le prix futur du carbone ou le futur régime de protection des données est une responsabilité majeure des pouvoirs publics. Cela pourrait contribuer de manière significative à accroître les investissements en Europe.

4. Investissements. Le déficit d'investissement clairement identifié en Allemagne est largement privé mais aussi public. Là encore, la visibilité réglementaire et la simplification du cadre juridique concernant le règlement des différends ont un rôle majeur à jouer pour débloquer l'investissement. Mais nous estimons également que l'Allemagne s'est dotée d'un cadre de budgétaire incomplet qui attribue à juste titre un statut constitutionnel au maintien de l'endettement sous contrôle, mais néglige la promotion des investissements dans l'espace budgétaire existant. Les actifs allemands ne sont pas suffisamment renouvelés. Léguer une maison usée aux générations futures n'est pas une façon responsable de gérer son patrimoine. Nous pensons que le gouvernement allemand peut et doit augmenter les investissements publics. La France, en comparaison d'autres pays européens, ne souffre pas d'un retard majeur d'investissement. L'investissement non résidentiel des entreprises est ainsi resté relativement élevé. L'allocation des efforts d'investissement pourrait en revanche être améliorée.

5. Stimuler l'investissement privé et public au niveau européen. Nous pensons que le manque de financement n'est pas l'obstacle principal à l'investissement européen, mais nous considérons que de nouvelles ressources européennes sont nécessaires aujourd'hui : dans un contexte où les autorités demandent aux banques de prendre moins de risques, il est de leur responsabilité d'éviter une aversion au risque généralisée du secteur financier. En s'appuyant sur notre initiative réglementaire, nous proposons d'injecter des fonds publics européens dans le développement d'instruments de partage du risque et d'outils de soutien à l'investissement en capital. L'investissement public a également fortement diminué depuis 2007. Nous proposons de créer un fonds européen de dons pour soutenir des investissements publics dans la zone euro qui répondraient à des objectifs communs, renforcerait la solidarité et contribuerait à promouvoir l'excellence.

6. Secteurs sans frontières. La France et l'Allemagne devraient promouvoir une intégration plus poussée dans certains secteurs d'importance stratégique où les frontières réglementaires limitent considérablement les activités économiques. La construction de «secteurs sans frontières», avec d'autres partenaires, suppose beaucoup plus qu'un simple accord sur la coordination et des initiatives conjointes : il implique d'aller jusqu'à une législation commune, une réglementation commune et même une autorité de contrôle commune. Nous pensons que l'énergie et l'économie numérique font partie de ces secteurs ; nous proposons également une initiative similaire pour assurer la pleine transférabilité des compétences, des droits sociaux et des prestations sociales.

7. Redécouvrir notre modèle social commun. L'Europe est bien plus qu'un marché, une monnaie ou un budget. Elle a été construite autour d'un ensemble de valeurs partagées. Il est temps pour la France et l'Allemagne de s'unir pour redécouvrir et réinventer le modèle social du cœur de l'Europe, en commençant par des initiatives concrètes sur le salaire minimum, les politiques de l'emploi, de retraite et d'éducation. Dans ces domaines, la convergence sur la base d'une action efficace commune est nécessaire pour transformer l'espace franco-allemand en une véritable union basée sur l'intégration économique et sur des valeurs sociales communes.

Nos derniers mots sont simples : la France et l'Allemagne passent beaucoup de temps à des déclarations communes et des initiatives conjointes. Ce qui nous manque, ce sont les actes ».

Le 28, la Commission européenne rend son avis sur les projets de budget pour 2015 des États membres. Elle accepte les réponses données par les pays qui avaient été rappelés à l'ordre (France, Italie, Belgique, Autriche, Malte et Slovénie) en admettant qu'il n'y a « aucun cas de manquement grave » aux règles du pacte de stabilité et de croissance. En ce qui concerne la France, la Commission a donc considéré que les 3,6 milliards d'euros de ressources supplémentaires permettaient de réduire son déficit structurel du minimum requis. Il n'empêche que la Commission,

L'EURO

tout en répétant que des réformes structurelles s'imposent, évaluera à nouveau en mars 2015 la situation économique et financière de ces pays, pour voir en particulier si les données d'exécution du budget 2014 la place sur une bonne trajectoire pour 2015 et si, par conséquent ils peuvent éviter les phases possibles suivantes, celle des recommandations et celle des sanctions. Ils disposent donc concrètement d'un délai supplémentaire de 3 mois.

En cette fin du mois de novembre, trois faits sont à souligner : l'effondrement du cours du pétrole avec une baisse de 30 à 35% par rapport au plus haut de l'année, d'où un choc important de désinflation qui se conjugue avec une persistance des facteurs déflationnistes, la réalisation de fait dispositif des eurobonds dans la mesure où les taux de rendement des emprunts publics des différents pays de la zone euro sont maintenant relativement proches les uns des autres, et la baisse du taux de change de l'euro entamée dès le début mai : 1,2452 \$ le 28 novembre, après avoir coté 1,2455 le 7, 1,2525 le 14 et 1,2391 le 21.

• Décembre 2014 ->

Le jeudi 4, la BCE change de locaux en investissant son nouveau siège construit depuis une dizaine d'années au bord du Main (toujours à Francfort, mais un peu à l'extérieur, à l'Est de la ville). La BCE garde les anciens locaux pour abriter l'instance de supervision.

Malgré des prévisions pour 2015 révisées à la baisse pour la zone euro, à la fois pour la croissance (passant de 1,6% à 1%) et pour l'inflation (de 0,9% à 0,5%), aucune nouvelle mesure n'est annoncée et les taux directeurs sont bien sûr maintenus. Mais des changements prochains sont probables : la réunion du Conseil des gouverneurs a discuté des différentes modalités possibles de QE, en fixant pour objectif d'expansion du bilan de la BCE 1000 milliards €.

Lundi 8, réunion de l'Eurogroupe qui discute et avalise le point de vue de la Commission sur les projets de budgets pour 2015 : en particulier pour la France, il estime que « des mesures additionnelles seront nécessaires pour montrer une amélioration de l'effort structurel ». Par ailleurs, 2 mois de plus sont accordés à la Grèce et à la Troïka pour qu'ils parviennent à un accord sur le budget 2015, ce qui permettra le versement de 1,8 milliard € pour boucler le plan d'aide des Européens à la Grèce.

Le jeudi 11, le deuxième LTRO de la BCE a un succès très mitigé : alors que les banques auraient pu emprunter jusqu'à 400 milliards d'euros, elles en demandent moins de 83 milliards. Certes, les banques ont maintenant moins besoin de liquidités que de fonds propres mais l'explication principale reste la faiblesse de la demande de crédits des agents non financiers.

Le vendredi 12, l'agence Fitch (dont l'actionnaire M. Ladréit de Lacharrière annonce son retrait progressif du capital au profit de son co-actionnaire Hearst) dégrade la France d'un cran de AA+ à AA. Cela n'empêche la France de bénéficier d'un taux d'emprunt à 10 ans exceptionnellement bas à 0,895% (l'Allemagne en est à 0,628%).

Tout au long de cette semaine qui se termine, les Bourses mondiales ont connu de très fortes baisses (-7,03% pour le CAC, -4,88% pour le DAX30 et -6,56% pour le Footsie, -3,52% pour le S&P500 et -2,66% pour le Nasdaq), à cause essentiellement de l'effondrement du prix du pétrole et des inquiétudes que suscitent la situation économique de la Russie, les incertitudes sur la croissance, en particulier en Europe et au Japon et sur le retour d'un risque majeur concernant la dette publique grecque en liaison avec le risque politique.

Le mercredi 17, après la réunion de son Comité de politique monétaire, la Fed déclare qu'elle sera « patiente » avant de remonter ses taux directeurs, en tous les cas jusqu'en avril 2015. Il faut en effet ne pas augmenter l'inquiétude des investisseurs déjà bien perturbés par l'évolution du prix du pétrole, par la situation économique et financière et de l'Ukraine et de la Russie, par le ralentissement des pays émergents et par la conjoncture en Europe et au Japon. Et il est de fait que les indices boursiers mondiaux vont rebondir dans les jours qui suivront cette prise de position de la Fed...

Le jeudi 18, réunion du Conseil européen qui approuve le Plan Juncker et demande que la BEI finance les projets déjà « murs » sans attendre que soient fixées les modalités de fonctionnement du fonds qui doit être constitué. Le Conseil accepte la proposition de J.-C. Juncker sur une flexibilisation du Pacte de stabilité et de croissance : on ne pourra pas reprocher aux États de dépasser la norme de 3% du PIB pour leur déficit public si cela est dû à leur contribution éventuelle

L'EURO

au fonds.

Comme il a déjà été dit, le « Plan Juncker » concerne les infrastructures. Plus précisément, à concurrence de 29% celles des transports et également de 29% celles de l'énergie, conformément aux politiques de l'UE, de 18% celles de l'économie de la connaissance, de l'innovation et de l'économie numérique, de 15% celles des équipements sociaux (hôpitaux, écoles, ...), et de 9% celles de l'environnement.

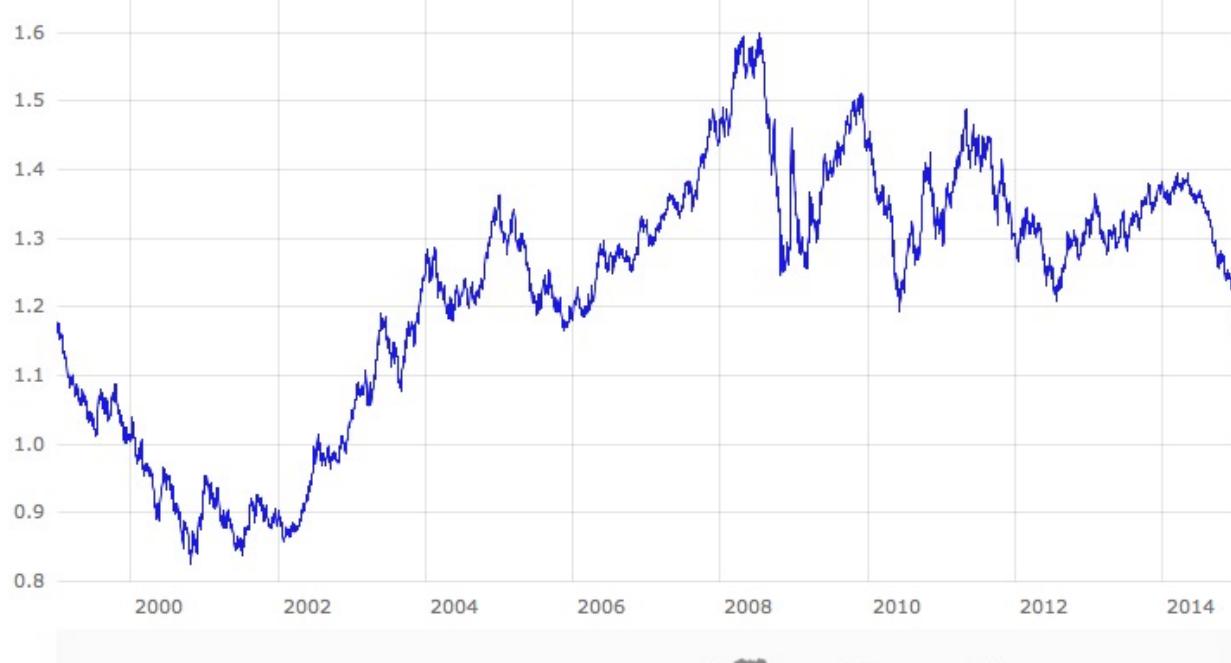
Le mardi 23, l'INSEE publie une note sur la conjoncture économique française. Certes, il y a un sursaut de l'activité macroéconomique - l'économie française a connu au 3^{ème} trimestre 2014, grâce à la baisse du prix du pétrole, à la dépréciation de l'euro et à une certaine reprise des échanges mondiaux, une croissance de 0,3% après une stagnation au 1^{er} et une décroissance de 0,1% au 2^{ème} - mais non seulement le taux de chômage continue à croître (10,4% et peut-être 10,6% dans quelques mois) mais il croît plus vite en cette fin d'année qu'au début, le chômage de longue durée et celui des seniors explosent, la précarité augmente gravement, et la dette publique poursuit sa progression au point qu'elle pourrait atteindre les 100% en 2015. Le déficit public devrait être cette année de 4,4% et ne pourrait être ramené qu'à 4,1% en 2015 !

La cotation de l'euro par rapport au dollar est de 1,28 le vendredi 26 après avoir été de 1,2284 le 5, de 1,2462 le 12 et de 1,2229 le 19.

En cette fin d'année 2014, pour caractériser la situation économique de la zone euro, on est très partagé entre un optimisme que suscitent plusieurs facteurs exogènes (baisse du prix du pétrole, appréciation du dollar - et donc baisse de l'euro -, dynamisme de l'économie américaine, taux d'intérêt exceptionnellement bas) et quelques facteurs internes (reprise en Irlande et en Espagne, plan Juncker), et un défaitisme présent depuis le début de la crise (crise de l'endettement, privé d'abord puis public), nourri maintenant par la persistance désespérante d'un chômage de masse, par le risque de déflation (en décembre, l'inflation est même devenue négative dans la zone euro ; - 0,2%), par l'effet dépressif de la consolidation budgétaire (l'activité dans la zone euro a connu le même rythme de croissance très modéré au 4^{ème} trimestre qu'au 3^{ème} ; +0,2% ; soit 0,8% sur l'année 2014) et par le risque de sortie de la Grèce de la zone euro que l'on n'hésite pas à brandir à l'approche des élections législatives de fin janvier ; et dont l'éventualité ne fait plus horreur !

L'année 2015 prolongera ce qui a déjà marqué l'année 2014 : une remise en cause des politiques économiques traditionnelles, avec la mise en place de nouveaux « mix » entre politique conjoncturelle et politique structurelle et entre politique budgétaire et politique monétaire, et avec la fixation de nouveaux objectifs de croissance économique qui intègrent la transition écologique et le souci du « social et du solidaire ».

Le graphique suivant montre l'évolution du taux de change de l'euro/dollar depuis sa naissance :



Source : BCE

L'EURO

En 2014, la France est passée de la 5^{ème} à la 6^{ème} place dans le Top 10 des pays du monde selon leur PIB :

Rang	Pays	PIB 2015 (Mds \$)	PIB 2014 (Mds \$)	Évolution (%)
1	Etats-Unis	18 287	17 416	+5%
2	Chine	11 285	10 355	+9%
3	Japon	4 882	4 770	+2,4%
4	Allemagne	3 909	3 820	+2,3%
5	Royaume-Uni	3 003	2 848	+5,5%
6	France	2 935	2 902	+1,1%
7	Brésil	2 357	2 244	+5%
8	Inde	2 248	2 048	+9,8%
9	Italie	2 153	2 129	+1,1%
10	Russie	2 099	2 057	+2%

(Source : FMI)

Voici le classement en 2014 des 20 premiers pays selon l'IDH (Indice de développement humain) :

Rang	Pays	IDH	Espérance de vie à la naissance (années)	Durée moyenne de scolarisation (années)	Durée attendue de scolarisation (années)	RNB par habitant (PPA \$ 2011)
1	Norvège	0,944	81,5	12,6	17,6	63 909
2	Australie	0,933	82,5	12,8	19,9	41 524
3	Suisse	0,917	82,6	12,2	15,7	53 762
4	Pays-Bas	0,915	81	11,9	17,9	42 397
5	États-Unis	0,914	78,9	12,9	16,5	52 308
6	Allemagne	0,911	80,7	12,9	16,3	43 049
7	Nouvelle-Zélande	0,91	81,1	12,5	19,4	32 569
8	Canada	0,902	81,5	12,3	15,9	41 887
9	Singapour	0,901	82,3	10,2	15,4	72 371
10	Danemark	0,9	79,4	12,1	16,9	42 880
11	Irlande	0,899	80,7	11,6	18,6	33 414
12	Suède	0,898	81,8	11,7	15,8	43 201
13	Islande	0,895	82,1	10,4	18,7	35 116
14	Royaume-Uni	0,892	80,5	12,3	16,2	35 002
15e ex aequo	Hong Kong	0,891	83,4	10	15,6	52 383
15e ex aequo	Corée du Sud	0,891	81,5	11,8	17	30 345
17	Japon	0,89	83,6	11,5	15,3	36 747
18	Liechtenstein	0,889	79,9	10,3	15,1	87 085
19	Israël	0,888	81,8	12,5	15,7	29 966
20	France	0,884	81,8	11,1	16	36 629

(Source : PNUD)

• JANVIER 2015 ->

Le 1^{er} janvier, la Lituanie entre dans la zone euro et en devient donc le 19^{ème} membre (pour cause d'inflation galopante, elle n'avait pas pu le faire en 2006-2007). Après l'Estonie en 2011 et la Lettonie en 2014, c'est le dernier pays balte à entrer dans l'UEM. Le taux de change irrévocablement appliqué est de 1 € = 3,45280 LTL. Comme le nombre d'États membres de la

L'EURO

zone euro excède maintenant 18, va être mise en place une rotation pour participer au Conseil des gouverneurs.

Le hasard de la présidence tournante veut que ce soit la Lettonie qui prenne en ce début d'année, pour 6 mois, la présidence du Conseil de l'UE.

Le 2 janvier, le Président de la BCE explique 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 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>

Et le même jour, le même Mario Draghi, dans un entretien accordé à un journal allemand, explique que la BCE se prépare « techniquement pour modifier début 2015 l'ampleur, le rythme et le caractère des moyens à mettre en place s'il devenait nécessaire de réagir à une trop longue période d'inflation trop faible ». Quelques jours auparavant déjà, également dans un quotidien allemand le chef économiste de la BCE, Peter Praet, avait défendu le même point de vue en considérant que les dernières mesures monétaires prises par la BCE (achats d'actifs titrisés, prêts préférentiels aux banques, ...) pourraient ne pas suffire pour assurer la relance, et avait carrément déclaré qu'il ne faut pas être « paralysé à l'idée que la seule option qui reste est l'achat d'obligations souveraines », alors que le Gouverneur de la Banque centrale allemande, lui aussi dans un quotidien allemand, venant de réaffirmer son opposition à un QE parce que cela se traduirait par « des dettes qui seront celles des banques centrales, et donc, au final, des contribuables ». Il apparaît ainsi qu'une bataille s'est engagée, par journaux interposés, entre ceux qui sont pour et ceux qui sont contre le rachat par la BCE de dettes publiques ; et qui rejoint celle ouverte sur cette même question entre les positions de Paris et celles de Berlin. Le « quotidien du soir français », le journal Le Monde s'est lui-même fait l'écho, dans son édition du mercredi 14, de ces oppositions. Et il est également intéressant de lire dans cette édition l'article de Pascal Salin, professeur honoraire à l'Université de Paris-Dauphine, intitulé « Vive la déflation ! », où il rappelle que la valeur d'une monnaie dépend négativement de l'évolution du niveau général des prix et qu'en conséquence elle remplit plus ou moins correctement sa fonction de réserve de valeur et de pouvoir d'achat : quand l'inflation baisse et a fortiori devient négative, cette fonction est de mieux en mieux remplie. Pascal Salin ajoute « qu'il y a dans l'esprit de beaucoup de gens un glissement sémantique du terme « déflation » au terme « dépression », et la déflation n'a que des avantages lorsqu'elle devient « prévisible parce qu'elle se répète de manière régulière ». C'est un argument qui montre, s'il en est besoin, l'importance des anticipations dans les comportements microéconomiques et par conséquent dans les évolutions macroéconomiques.

Également le mercredi 14, fait marquant, le taux de change euro/dollar passe sous la valeur qu'il a eue lors du lancement de la monnaie unique, le 1^{er} janvier 1999, puisqu'il est de 1,1729 \$ contre 1,1747. La monnaie européenne cote 77,38 pence, son plus bas historique depuis 6 ans.

On sait que les effets de la dépréciation de l'euro sont contradictoires et qu'ils ne touchent pas de la même façon les pays et les secteurs d'activité ; et que sur la croissance économique leur ampleur sont une question d'élasticité : selon l'OFCE, une dépréciation de 10% de l'euro donnerait un coup de pouce à la croissance de 0,2% la première année, de 0,5% la seconde et de moins en moins par la suite. L'effet de relance s'explique par le gain en compétitivité-prix mais il est nécessairement limité non seulement parce que les exportations encouragées sont seulement celles hors-zone euro mais aussi parce que la compétition se fait de plus en plus « hors-prix ». Il convient donc que la dépréciation de l'euro soit mise à profit par les entreprises pour monter en gamme en investissant et en innovant.

Le vendredi 16, suite des prises de position dans la presse avec la précision faite dans les colonnes de Libération par Benoît Cœuré, membre du directoire de la BCE, sur les modalités du QE qui devient de plus en plus probable : « Nous prendrons en compte les expériences américaine et britannique afin de déterminer le montant d'obligations à acheter, afin de rétablir la confiance dans le fait que l'inflation reviendra à un niveau proche et inférieur à 2 %, tout en gardant en tête les spécificités institutionnelles de la zone euro ».

Entre temps, le mardi 13, devant le Parlement européen, après le Président du Conseil D. Tusk venu

L'EURO

présenter les conclusions du Conseil européen de décembre 2014, le Président de la Commission J.-C. Juncker fait une intervention importante au cours de laquelle il annonce une dose supplémentaire de flexibilité pour le Pacte de stabilité et de croissance. On pourrait dire que l'accent est désormais mis en priorité sur la croissance alors qu'il a été mis toutes ces dernières années sur la stabilité, entendons stabilité budgétaire, pour ne pas dire austérité budgétaire. Cela se traduit notamment par la confirmation du traitement particulier dont bénéficieront les pays qui abonderont directement le fonds mis en place pour financer le plan de relance de 315 Mds d'euros : si les sommes versées augmentent certes déficit et dette publics, elles ne seront pas prises en compte pour autant dans la procédure de « déficit excessif ». Cela amènera aussi la Commission à mieux prendre en considération, en accordant par exemple des délais supplémentaires pour respecter les normes du Pacte, les réformes mises en œuvre, mais à condition qu'elles soient structurelles et qu'elles aient un réel impact favorable sur les finances publiques et sur la croissance potentielle.

Le mercredi 14, un autre fait important intervient : l'un des avocats généraux de la Cour de Justice de l'UE, l'avocat général Cruz Villalon, déclare le programme OMT de la BCE (qui vise l'acquisition de titres de dette publique) compatible avec le TFUE et donc avec le mandat de la BCE (<http://curia.europa.eu/jcms/upload/docs/application/pdf/2015-01/cp150002fr.pdf>). Cette décision fait suite à la saisine de la Cour de justice par la Cour constitutionnelle fédérale allemande sur la légalité de ce programme OMT. Il est fort peu probable que le jugement de la Cour, qui sera rendu vraisemblablement dans quelques mois, ne soit pas conforme aux conclusions de l'avocat général. Cette décision joue à côté de l'écart de taux de croissance et de chômage entre les deux côtés de l'Atlantique un rôle non négligeable dans la baisse de l'euro sur le marché des changes puisque les investisseurs s'attendent à la mise en œuvre prochaine de l'OMT par la BCE, et donc à une injection massive de liquidités en faisant cette fois-ci marcher la « planche à billets ».

Le jeudi 22, réunion très attendue du Conseil des gouverneurs de la BCE, en présence du Vice-Président de la Commission européenne. Les décisions importantes suivantes sont prises :

« Premièrement, il a décidé de lancer un programme d'achat d'actifs élargi, englobant les programmes d'achat existantes pour les titres adossés à des actifs et obligations sécurisées. En vertu de ce programme élargi, les achats mensuels combinés de titres du secteur public et privé s'élèveront à 60 Md €. Ils sont destinés à être effectués jusqu'à la fin de septembre 2016 et seront dans tous les cas effectués jusqu'à ce que nous voyions un ajustement durable de l'évolution de l'inflation cohérent avec notre objectif d'atteindre des taux d'inflation en dessous, mais proche de 2% sur le moyen terme. En mars 2015, l'Eurosystème va commencer à acheter des titres d'investissement libellés en euros émis par les gouvernements de la zone euro, les agences et les institutions de l'UE et cela sur le marché secondaire. Les achats de titres émis par les gouvernements et les agences de la zone euro seront basées sur les parts des BCN de l'Eurosystème selon les clés dans le capital de la BCE. Certains critères d'éligibilité supplémentaires seront appliqués pour les pays participant à un programme d'ajustement UE / FMI.

Deuxièmement, le Conseil des gouverneurs a décidé de modifier le prix des six opérations ciblées à de refinancement à long terme (TLTROs) restantes. En conséquence, le taux d'intérêt applicable aux futures opérations de TLTRO sera égal au taux des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème en vigueur au moment où chaque TLTRO est menée, supprimant ainsi le spread de 10 points de base sur le taux de MRO qui s'appliquait aux deux premières TLTROs.

Troisièmement, nous avons décidé de laisser les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés.

En ce qui concerne les achats d'actifs supplémentaires, le Conseil des gouverneurs conserve le contrôle sur toutes les caractéristiques du programme et la BCE coordonnera les achats, préservant ainsi l'unicité de la politique monétaire de l'Eurosystème. L'Eurosystème mobilisera ses ressources de manière centralisée. En ce qui concerne le partage des pertes hypothétiques, le Conseil des gouverneurs a décidé que les achats de titres d'institutions européennes (qui seront de 12% des achats d'actifs supplémentaires, et qui seront achetés par les BCN) seront soumis au partage des pertes. Le reste des achats d'actifs supplémentaires de la BCN ne sera pas soumis au partage des pertes. La BCE détiendra 8% des achats d'actifs supplémentaires. Cela implique que 20% des achats d'actifs supplémentaires seront soumis à un régime de partage des risques ».

Ainsi, la BCE décide-t-elle d'utiliser « l'arme nucléaire », comme il était de plus en plus anticipé ces dernières semaines. En effet, elle s'apprête à acheter sur le marché secondaire, contre la

L'EURO

monnaie centrale - d'où l'utilisation de l'expression « planche à billets » - au moins 1140 milliards d'euros en quelques mois (10% du PIB de la zone euro) de dettes publiques et privées, mais surtout publiques puisque si les volumes mensuels d'achats d'obligations sécurisées, les « covered bonds » - CBPP3 -, et de titres adossés à des actifs, les ABS - ABSPP - restent d'environ 10 milliards, les achats mensuels de dette souveraine et d'agences seront de 50 milliards d'euros. Les titres concernés sont de maturité résiduelle comprise entre 2 et 30 ans. La monnaie centrale que recevront les institutions contre la vente de leurs titres leur servira à acquérir d'autres actifs et à accorder des crédits à l'économie réelle. Ce dispositif est une mesure supplémentaire de la politique monétaire non conventionnelle que la BCE a lancée depuis que sa politique de taux s'avère insuffisante pour soutenir l'activité et pour lutter contre le risque de déflation, en menant à la fois un QE (quantitative easing), autrement dit « assouplissement quantitatif », en accroissant le volume de liquidités, et un CE (credit easing), autrement dit un assouplissement qualitatif, en acceptant des garanties de moindre qualité.

La question de l'efficacité probable de ce nouveau dispositif est controversée : l'expérience de cette forme de QE, qui débute au Japon en 2000 et qui se poursuit avec les décisions prises par la Fed et la BoE au lendemain de la crise des subprimes, montre que les effets attendus - baisse des taux, dépréciation de la monnaie nationale, crédit plus facile, augmentation du cours des actions - se manifestent principalement quand le QE a lieu dès le début de la crise et que les taux d'intérêt ne sont pas déjà « au plancher ». Or, aujourd'hui, ces deux conditions ne sont pas remplies dans le cas européen, ce qui laisse anticiper une efficacité limitée, surtout que les agents non financiers ne sont pas actuellement demandeurs de crédits supplémentaires et que, de surcroît l'économie financière européenne reste très liée au crédit bancaire. De plus, des experts tirent argument du fait que des pays comme l'Irlande, l'Espagne et l'Italie ont engagé de courageuses réformes pour restaurer leurs finances publiques à cause de la pression qu'exerçaient sur eux des taux d'intérêt d'emprunt relativement élevés, pour prétendre que la baisse des taux d'intérêt qui va être confortée par la décision de la BCE peut permettre à des pays comme la France de ne pas réaliser les réformes structurelles nécessaires. D'autres craignent que, faute d'une demande de crédits suffisante, les banques nourrissent grâce à cet apport massif de liquidités de nouvelles bulles spéculatives, ce qui correspond certes à des hausses de prix mais pas pour autant à l'élévation du taux d'inflation tel qu'il est mesuré pour apprécier si la norme de 2% que s'est donnée la BCE est atteinte (l'IPCH - indice des prix à la consommation harmonisé - ne concerne que les dépenses monétaires des ménages). Par ailleurs, les économistes se disputent sur le fait de savoir si, en cas de défaut d'un État membre, les contribuables des autres pays auraient ou non à supporter des augmentations d'impôts. La démonstration faite dans les colonnes du journal Le Monde du 23 janvier par Paul De Grauwe et André Grjebine est à la fois convaincante et rassurante : « en réalité ces pertes sur l'actif de la BCE n'ont qu'une existence comptable. La contrepartie serait une diminution du capital de la BCE. Mais ce capital, lui aussi, n'a qu'une existence comptable, étant donné qu'une banque centrale n'a pas besoin de capital. En effet, elle est la seule qui émet la monnaie ayant cours légal et peut donc toujours couvrir ses pertes ».

Le dimanche 25, victoire aux élections législatives en Grèce de Syriza, parti de la gauche radicale, d'inspiration marxiste, qui manque la majorité absolue à deux sièges près ; le parti néo-nazi « Aube dorée » arrive en 3^{ème} position et va avoir plus de sièges que le parti socialiste Pasok. Le leader de Syriza, Alexis Tsipras, sera le Premier ministre et le professeur d'économie Yanis Varoufakis le ministre de l'économie, bien connu pour ses violentes critiques des plans de sauvetage de son pays. Le nouveau gouvernement résulte d'une coalition entre Syriza et le parti souverainiste des Grecs indépendants, europhobe ! Parmi les promesses de campagne de Syriza, on a l'abaissement de l'âge de la retraite de 67 à 62 ans et l'augmentation des dépenses publiques de 12 milliards d'euros avec notamment un 13^{ème} mois pour les petites retraites, un relèvement du seuil d'imposition des revenus des ménages, l'augmentation du SMIC de 12%, l'embauche de 2000 fonctionnaires licenciés, l'arrêt de privatisations, notamment celles des ports. La question essentielle est de savoir comme un tel plan peut être financé, alors que dans le même temps il est prévu que la Grèce reçoive de la part de ses créanciers une nouvelle tranche de prêt de plus de 7 milliards et qu'elle est a priori dans l'obligation de rembourser au cours de cette année 22,5 milliards dont 4 d'ici la fin de mars... De plus, Alexis Tsipras considère que le vote du peuple grec « annule de façon indiscutable » les accords sur la dette avec le FMI et les Européens et « fait de la troïka une chose du passé ». En plus des réactions baissières des Bourses, des sorties de capitaux de la Grèce et des idées qu'ils pourraient éventuellement donner à d'autres pays comme non seulement le Portugal et l'Irlande mais aussi l'Espagne, les résultats de ces élections législatives posent avec une acuité nouvelle et extraordinairement forte les questions non seulement du sort qui sera réservé à la dette grecque qui

L'EURO

est passée de 100% du PIB en 2010 à 175% aujourd’hui et qui est détenue à plus de 70% par des créanciers internationaux (32 milliards par le FMI, 27 par la BCE, 53 par les États de la zone euro et 142 par le FESF) - et il est difficile de prévoir l’issue des négociations difficiles qui vont s’ouvrir à ce sujet et doivent aboutir avant le 28 février - mais aussi de la remise en cause du logiciel économique européen centré sur la discipline budgétaire, bref, sur le devenir de la politique d'austérité. On ne peut donc pas être surpris de l'immense inquiétude que génèrent les positions du gouvernement grec au sein des institutions européennes et chez les responsables allemands.

Le vendredi 30, l'euro cote 1,1288 \$ après avoir été à 1,2002 le 2, puis à 1,1842 le 9, à 1,1566 le 16 et à 1,1205 le 23.

• Février 2015 ->

Dès le dimanche 1^{er}, le ministre des finances du nouveau gouvernement grec, Yanis Varoufakis, commence à Paris une tournée européenne pour négocier. Il déclare au journal Le Monde (daté du 3 février) : « notre objectif - et je crois que c'est celui de l'ensemble de l'Europe - est de mettre fin à la triple crise que nous vivons en Grèce, qui concerne la dette, les banques et l'environnement déflationniste qui handicape le secteur privé. (...) La bonne stratégie pour Sisyphe est d'arrêter de pousser son rocher, pas de le monter en haut de la colline. On doit arrêter d'imiter Sisyphe ».

Le mercredi 4, alors que le premier ministre grec rencontre le Président français, son ministre des finances est à Francfort pour demander à la BCE d'aider son pays à « garder le tête hors de l'eau ». Mais, vers 22h, la BCE suspend le régime de faveur qu'elle accorde aux banques grecques pour leur permettre de lui emprunter des liquidités avec des garanties de qualité inférieure à ce qu'elle exige habituellement. Le refinancement des banques grecques est donc sérieusement perturbé alors que ce sont elles qui détiennent la plus grande partie de la dette souveraine grecque (ce refinancement peut cependant être encore assuré par une seconde source, celle de la Banque centrale grecque, au moyen du mécanisme d'urgence ELA – Emergency Liquidity Assistance -, mais qui est supervisé par la BCE). Les observateurs analysent cette décision de la BCE comme une pression exercée sur le nouveau gouvernement grec pour le pousser à négocier le plus vite possible avec les autres membres de l'Eurogroupe et à revenir à plus de raison en matière de politique économique, mais le ministre Varoufakis déclare que la pression est exercée sur l'Eurogroupe pour qu'un accord soit le plus vite obtenu dans l'intérêt de tous et que la décision de la BCE n'a pas de répercussions négatives sur les banques grecques puisqu'elles disposent d'autres canaux de liquidités ; et il réaffirme sa détermination à appliquer le programme de « salut social » et de relance économique annoncé.

Le jeudi 5, la tournée européenne du ministre des finances grec se termine à Berlin... sur un échec : le fossé qui sépare W. Schäuble et Y. Varoufakis est grand, puisque même sur la teneur des discussions les deux ministres des finances : le ministre allemand considère que « nous ne sommes pas encore d'accord sur ce que nous devons faire maintenant mais nous sommes tombés d'accord sur le fait que nous ne sommes pas d'accord », alors que le ministre grec déclare que de son point de vue « nous ne sommes même pas tombés d'accord sur le fait que de ne pas être d'accord ». Autre illustration de ce désaccord profond : alors que la Grèce ne veut plus traiter avec la « troïka », que le Parlement européen est lui aussi très critiques envers elle et que le président de la Commission souhaite la remplacer par « une structure plus légitimement démocratique et plus comptable de ses actes », le ministre allemand estime que c'est avec elle qu'il faut mener les négociations ; et, par ailleurs, il n'a pas pu s'empêcher d'exprimer son scepticisme sur des mesures économiques et sociales annoncées par le nouveau gouvernement grec. Il n'empêche que Y. Varoufakis, qui semble maintenant accepter que la dette grecque ne soit en rien effacée, ait proposé à la troïka un plan qui consisterait à remplacer les obligations que détiennent les partenaires européens de la Grèce par des obligations indexées sur la croissance et celle que détient la BCE par des obligations « perpétuelles », c'est-à-dire dont seuls les intérêts seraient à payer, et cela indéfiniment.

www.christian-biales.net

SECTION III : QUEL EST LE CADRE INSTITUTIONNEL DE LA ZONE EURO ?

§1) LES INSTITUTIONS EUROPÉENNES GÉNÉRALES ET MONETAIRES

A- Les institutions européennes générales :

- La Commission européenne : elle émet des recommandations de politique économique.
- Le Conseil européen : il débat des grandes questions de politique économique.
- Le Parlement européen : il est informé par la Commission et le Conseil de la surveillance multilatérale des politiques économiques et il auditionne le président et les membres du directoire de la BCE.

B- Les institutions européennes monétaires :

• Au niveau des 28 États membres de l'UE :

- Le Conseil Écofin : il regroupe les ministres de l'Économie et des finances de toute l'Union européenne pour adopter les grandes orientations de politique économique, coordonner les politiques économiques des États membres, déterminer les orientations générales de la politique de change sur recommandation de la BCE ou de la Commission, surveiller les déficits budgétaires excessifs dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance et avertir puis sanctionne les États qui présentent des déficits budgétaires excessifs.

- Le Comité économique et financier (CEF) : il est composé de deux représentants titulaires pour chaque État membre ainsi que pour la Commission et pour la BCE. Il a notamment pour rôle de préparer les travaux du Conseil Écofin et d'assurer le suivi de la situation économique et financière de l'UE et de ses états membres.

Il comporte plusieurs groupes de travail et celui qui concerne la zone euro a pour tâche de préparer les travaux de l'Eurogroupe.

• Au niveau de la zone euro :

La zone euro compte 17 membres (en date du 1/1/2011).

- La Banque centrale européenne (BCE) : elle mène en toute indépendance des pouvoirs politiques la politique monétaire conformément à l'objectif de stabilité des prix et détermine donc les taux directeurs de la zone euro ; elle conduit aussi les opérations de change et gère les réserves de change ; elle est seule habilitée à autoriser l'émission de billets de banque en euros et doit approuver le volume d'émission des pièces dont se chargent les États membres.

Lors du lancement de la zone euro, le capital de la BCE se répartit ainsi entre les pays de la zone :

Allemagne	: 24,4935 %	Suède	: 2,6537 %
France	: 16,8337 %	Autriche	: 2,3594 %
Italie	: 14,8950 %	Grèce	: 2,0564 %
Angleterre	: 14,6811 %	Portugal	: 1,9232 %
Espagne	: 8,8935 %	Danemark	: 1,6709 %
Pays-Bas	: 4,2780 %	Finlande	: 1,3970 %
Belgique	: 2,8658 %	Irlande	: 0,8496 %
		Luxembourg	: 0,1492 %

La BCE, logée dans l'Eurotower de Francfort en Allemagne, comporte trois organes dirigeants :

. Le Directoire, composé d'un président, d'un vice-président et de quatre autres membres, est l'organe exécutif.

. Le Conseil des gouverneurs regroupe les six membres du directoire et les gouverneurs des banques centrales nationales (BCN) de la zone euro ; c'est l'organe décisionnel et les décisions sont prises à la majorité simple, le président ayant une voix prépondérante en cas d'égalité. Le Conseil des gouverneurs correspond au « Comité de politique monétaire » -CPM- que comportent toutes les banques centrales pour leur prise de décision. Selon A. Blinder, cette structure institutionnelle

L'EURO

présente au moins quatre avantages : grâce à son fonctionnement collectif, les décisions prises résultent de l'utile confrontation de points de vue différents, de la mise en commun de plusieurs informations, d'analyses équilibrées et donc nuancées, ce qui conduit à des décisions qui courrent peu le risque d'être inconstantes.



Le Conseil des Gouverneurs en juin 2011.

Au 1^{er} plan, de gauche à droite : A. Orphanides, E. Liikanen, E. Nowotny, V. Constancio, J.-C. Trichet, M.-F. Ordonez, J. Weidmann, M.C. Bonello, M. Kranjec.

Au 2^{ème} plan, de gauche à droite : Ch. Noyer, J. Stark, L. Bini Smaghi, J.M. Gonzalez-Paramo, N. Wellink, P. Praet, G.A. Prokopopoulos, L. Coene, J. Makuch, A. Lipstok et M. Draghi.



Photo: Andreas Böttcher

Le Conseil des Gouverneurs en novembre 2011.

L'EURO

Au 1^{er} rang, de gauche à droite : C. Costa, I. Visco, J.-M. Gonzalez-Paramo, M. Draghi, V. Constancio, Y. Mersch, M. F. Ordonez.

Au 2^{ème} rang : G.A. Provopoulos, L. Coene, E. Nowotny, A. Orphanides, J. Weldmann, C. Noyer, M. Kranjec, J. Makuch.

Au 3^{ème} rang : P. Honohan, E. Liikenen, L. Bini Smaghi, J. Stark, K. Knot, P. Praet, J. Bonnici, A. Lipstok.

. Le Conseil général réunit le président et le vice-président du directoire de la BCE ainsi que les gouverneurs de l'ensemble des banques centrales nationales de l'UE ; il a une fonction consultative et poursuit les missions de l'IME.

. Le Président de la BCE, qui préside le Conseil des gouverneurs et le Directoire, est nommé (comme les autres membres du Directoire), pour un mandat non renouvelable de huit années, par les chefs d'États-membres de la zone euro, sur recommandation du Conseil de l'UE et après consultation du Parlement européen et du Conseil des gouverneurs.

Le premier Président de la BCE fut le néerlandais Wim Duisenberg qui dirigeait alors l'IME créé par le traité de Maastricht pour préparer précisément la mise en place de la BCE. Comme le siège de la BCE est en Allemagne, il était prévu que son premier président soit français. Mais, comme aucun candidat français n'était vraiment disponible, et que les Allemands tenaient à ce que ce poste soit occupé par quelqu'un qui soit réputé pour sa parfaite orthodoxie monétaire et financière, c'est l'ancien ministre des finances des Pays-Bas et l'ancien Président de la Banque centrale du Royaume des Pays-Bas qui fut désigné, avec un engagement verbal –qu'il a contesté lui-même- de mettre fin à son mandat au bout de quatre ans. W. Duisenberg resta en réalité à la tête de la BCE du 1^{er} juin 1998 au 31 octobre 2003. Depuis, c'est Jean-Claude Trichet, ancien directeur du Trésor et ancien gouverneur de la Banque de France, qui préside la BCE.

- Le Système européen de banques centrale (SEBC) est l'institution technique regroupant la BCE et les banques nationales de tous les États membres de l'Union européenne. Le SEBC est dirigé par les instances de décision de la BCE.

- L'Eurosystème est l'ensemble formé par la BCE et les BCN des seuls pays membres de la zone euro. Il détient le pouvoir de création monétaire, veille au respect de l'objectif de stabilité des prix et apporte son soutien aux politiques économiques générales de la Communauté. Il contribue également au contrôle prudentiel des établissements de crédit et à la stabilité du système financier (Remarquons que les BCN conservent vis-à-vis des banques commerciales de leur pays respectif leurs fonctions de contrôle prudentiel et de prêteur en dernier ressort).

- Le Conseil de l'euro : structure informelle, le Conseil de l'euro rassemble les ministres de l'Économie et des finances de la zone euro pour coordonner les politiques économiques des pays de la zone. Ce conseil est souvent appelé l'Eurogroupe. Il a acquis assez rapidement une certaine visibilité publique. C'est le traité de Lisbonne signé le 13 décembre 2007 qui le reconnaît officiellement.

Avec l'élargissement de l'U.E., comme les nouveaux partenaires doivent entrer dans la zone euro le plus rapidement possible, après avoir fait bien entendu le nécessaire pour satisfaire aux critères de Maastricht, la BCE ne peut pas conserver ses règles initiales de fonctionnement. Le Conseil de l'U.E., lors de sa réunion du 21 mars 2003, et sur la base du Traité de Nice et de la recommandation de décision proposée début février par la BCE, réforme donc le fonctionnement de la BCE, en particulier de son organe décisionnel majeur qu'est le Conseil des gouverneurs. Si aucune modification n'était apportée, le Conseil des gouverneurs comporterait après l'élargissement une trentaine de membres, ce qui ne correspond plus à des conditions favorables de décision. La réforme renonce donc au principe antérieur d'égalité (un gouverneur, une voix) et opte pour un système de rotation asymétrique, avec un nombre de droits de vote réservés aux gouverneurs limité à quinze, mais où la règle de l'unanimité est réaffirmée pour préserver le consensus quant aux décisions prises. L'asymétrie qu'instaure la réforme est double. D'abord, seuls les gouverneurs sont concernés par la réforme, pas les membres du Directoire. Ensuite et surtout, les gouverneurs sont rangés en deux ou trois groupes selon leur nombre total et ils exercent leur droit de vote selon un rythme non identique selon le groupe auquel ils appartiennent, tout en participant tous aux séances du Conseil. Le mécanisme de différenciation et d'affectation des gouverneurs à tel ou tel groupe dépend essentiellement de l'importance relative du pays dans la zone euro (PIB, taille du secteur financier). Le mécanisme de rotation fait que la

L'EURO

fréquence d'exercice du droit de vote de chaque gouverneur n'est pas la même selon le groupe auquel il est affecté (si le nombre total est compris entre 16 et 18, alors 2 groupes : Gr1 de 5 gouverneurs avec 4 voix et Gr 2 de 11 à 16 gouverneurs avec 11 voix ; si le nombre total est compris entre 19 et 21, alors G1 de 5 avec 4 voix, G2 entre 14 et 16 avec 11 voix ; si le nombre total est de 22 et plus, alors G1 de 5 avec 4 voix, G2 avec un nombre de gouverneurs égal à la moitié du total et avec 8 voix et Gr3 avec tous les autres et avec 3 voix). Même si la BCE dit rechercher "la robustesse, la simplicité et la transparence" du nouveau processus décisionnel, il semble que les mécanismes de regroupement des gouverneurs et de rotation de leurs droits de vote soient bien complexes. À cela s'ajoutent d'autres critiques concernant notamment les modalités peu démocratiques par lesquelles cette réforme a été décidée (la Commission européenne a émis un avis critique et le Parlement a publié un rapport négatif), ce qui accentue le manque de lisibilité du système monétaire de la zone euro. De manière plus générale, on peut se demander si l'Eurosystème ne va pas suivre la même évolution que la Fed. Alors que la Fed était au début relativement décentralisée, les nombreuses crises de la période 1913-1933 ont entraîné un mouvement de centralisation au profit du Board. De même, l'Eurosystème fonctionne de façon décentralisée pour la mise en œuvre de la politique monétaire et pour la surveillance des banques à cause de la multinationalité de la zone euro, de la multiplicité des centres financiers et des banques centrales nationales ainsi que du principe de subsidiarité ; l'élargissement peut conduire à un fonctionnement plus centralisé.

§2) L'INDEPENDANCE DE LA BCE

- *Le principe de base : l'indépendance est à la fois organique, financière et fonctionnelle*

- L'indépendance « organique » :

Comme on peut le lire dans les documents de la BCE elle-même,

« Ni la BCE, ni les banques centrales nationales (BCN), ni un membre quelconque de leurs organes de décision ne peuvent solliciter ni accepter des instructions des institutions ou organes communautaires, des gouvernements des États membres de l'Union européenne (UE) ou de tout autre organisme (...) »

Les statuts prévoient des mandats de longue durée pour les membres du Conseil des gouverneurs. Celui des membres du Directoire ne peut être renouvelé.

Les mesures suivantes sont prévues pour assurer la sécurité d'emploi des gouverneurs des BCN et des membres du Directoire :

- un mandat minimum d'une durée de cinq ans pour les gouverneurs des BCN,
- un mandat non renouvelable d'une durée de huit ans pour les membres du Directoire de la BCE,
- la révocation des fonctions uniquement en cas d'incapacité ou de faute grave,
- la compétence de la Cour de Justice des Communautés européennes pour régler tout litige (...).

Les institutions et organes communautaires ainsi que les gouvernements des États membres s'engagent à respecter ce principe et à ne pas chercher à influencer les membres des organes de décision de la BCE (article 108 du traité) ».

- L'indépendance « financière » :

« La BCE a son propre budget, indépendant de celui de l'Union européenne. Son capital est souscrit et libéré par les BCN de la zone euro (...).

Il est interdit à l'Eurosystème d'accorder des prêts aux organes communautaires ou à toute entité nationale du secteur public, ce qui accroît son indépendance en le mettant à l'abri de toute influence des autorités publiques ».

- L'indépendance « fonctionnelle » : « La BCE dispose de tous les instruments et de toutes les compétences nécessaires pour la conduite d'une politique monétaire efficace et elle est habilitée à décider de façon autonome de leur utilisation ». Ce texte officiel montre que l'indépendance fonctionnelle de la BCE ne concerne que les instruments, et pas les objectifs.

- *1^{ère} contrepartie au principe d'indépendance : le principe de transparence*

L'EURO

« La transparence implique que la banque centrale fournit au grand public et aux marchés, ouvertement, clairement et en temps voulu, toutes les informations utiles concernant sa stratégie, ses analyses et ses décisions de politique monétaire ainsi que ses procédures. (...) »

La transparence aide le public à comprendre la politique monétaire de la BCE. Une meilleure compréhension par le public rend la politique plus crédible et plus efficace. La transparence suppose que la banque centrale expose clairement son interprétation du mandat qui lui a été confié et se montre disposée à communiquer sur ses objectifs de politique monétaire.

-La crédibilité

La BCE renforce sa crédibilité en explicitant son mandat et en indiquant clairement la manière dont elle accomplit ses missions. Lorsqu'une banque centrale est perçue comme étant capable et désireuse de remplir son mandat, les anticipations de prix sont solidement ancrées. Une communication régulière de l'évaluation de la situation économique par la banque centrale est particulièrement utile. À cet égard, il est essentiel pour les banques centrales de se montrer ouvertes et现实istes sur ce que peut faire la politique monétaire et, ce qui est encore plus important, sur ce qu'elle ne peut pas faire.

Au titre de l'objectif de transparence, le Président de la BCE fait une conférence de presse après la première réunion bimensuelle du Conseil des gouverneurs, autrement dit l'après-midi du premier jeudi de chaque mois. Pour le même motif, le Président de la Fed décide en mars 2011 de faire un point de presse tous les quatre mois, en plus de la publication des minutes de la réunion du « Federal Open Market Committee » ; ce que ne fait toujours pas la BCE.

- L'autodiscipline

Un engagement fort en faveur de la transparence exige de l'autodiscipline de la part des responsables de la politique monétaire, ce qui contribue à garantir une cohérence de leurs décisions et des explications fournies au fil du temps. Faciliter le contrôle exercé par le public sur les interventions de politique monétaire renforce l'incitation des instances de décision concernées à remplir leur mandat de manière optimale.

- La prévisibilité

La BCE annonce publiquement sa stratégie de politique monétaire et communique les résultats de son évaluation régulière des évolutions économiques. Cela aide les marchés à comprendre le mode de réponse systématique de la politique monétaire aux évolutions économiques et aux chocs, et à anticiper ainsi l'orientation globale de la politique monétaire à moyen terme. Les marchés peuvent ainsi élaborer des anticipations plus efficaces et plus exactes.

Si les agents économiques parviennent à anticiper globalement les actions des autorités, cela permet une mise en œuvre rapide des modifications de la politique monétaire dans les variables financières. Ce facteur peut en retour raccourcir le processus par lequel la politique monétaire se répercute sur les décisions d'investissement et de consommation, accélérant les ajustements économiques nécessaires et améliorant ainsi potentiellement l'efficacité de cette politique ».

• 2^{ème} contrepartie au principe d'indépendance : le principe de responsabilité.

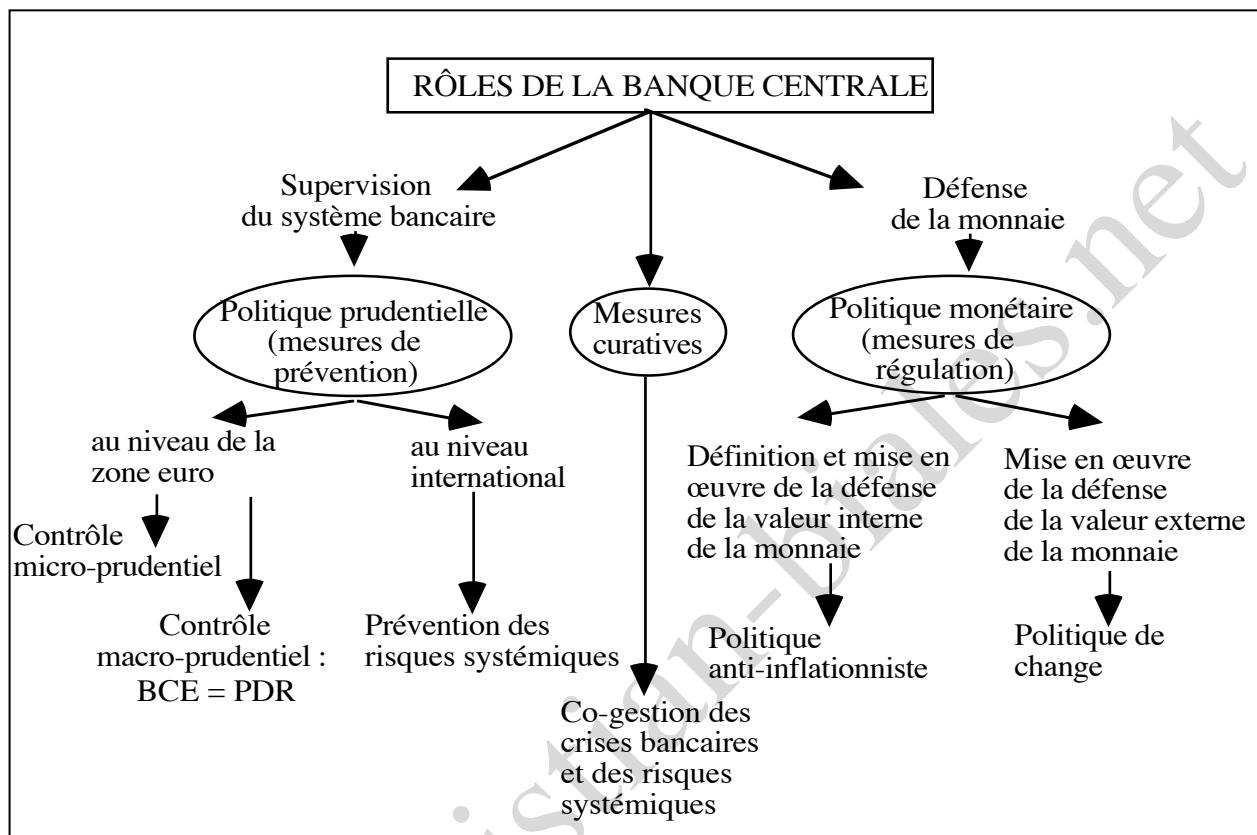
La BCE définit sa responsabilité essentiellement en termes d'informations à fournir :

« Afin de conserver sa légitimité, une banque centrale indépendante doit être responsable vis-à-vis des institutions démocratiques et du public pour son action dans le cadre de sa mission. Le traité impose à la BCE l'obligation de présenter des rapports, laquelle est définie à l'article 15 des statuts. Conformément aux statuts, la BCE est tenue de publier des rapports sur les activités de l'Eurosystème chaque trimestre ainsi qu'une situation financière hebdomadaire consolidée. En outre, elle doit établir un rapport annuel sur ses activités et sur la politique monétaire de l'année précédente et de l'année en cours. La BCE adresse ce rapport annuel au Parlement européen, au Conseil de l'UE, à la Commission européenne et au Conseil européen ».

Remarque : en réaction à la grave crise des subprimes, « en achetant des bons du Trésor à prix constant pour créer de la monnaie centrale, les banques centrales deviennent asservies au budget de l'État, ce qui supprime de facto leur indépendance » (Michel Aglietta, *Le Monde* du 21 mars 2009). De plus, elles apparaissent comme étant des PDR non seulement pour les banques commerciales mais aussi pour les États, ce qui est contraire au dogme...

SECTION IV : QUEL EST LE CADRE OPÉRATIONNEL DE LA ZONE EURO ?

Les rôles de toute banque centrale, donc de la BCE comme des autres, sont multiples et peuvent être présentés de la manière schématique suivante :



Remarque : ce schéma est plus particulièrement adapté au cas de la BCE. Il est en effet intéressant de signaler que de manière générale la BCE a des missions plus circonscrites que la Fed par exemple. Comme il est indiqué plus loin, sa politique monétaire a pour objectif prioritaire la stabilité des prix alors que celle de la Fed doit également favoriser la croissance et l'emploi. De même, la BCE est chargée de « promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement » (art. 105 du Traité de l'UE) alors que la Fed doit « assurer à la nation un système monétaire et financier sûr, flexible et stable ».

§1) LE BIEN-FONDE DE LA POLITIQUE MONETAIRE

Au moment où s'ouvre la zone euro, la politique monétaire prend un rôle très important à la fois dans la théorie économique et dans la pratique bancaire.

- Dans l'histoire de la pensée économique contemporaine, la politique monétaire a connu des faveurs variables.

Années 1940 et 1950: les keynésiens de la première génération considèrent que la politique monétaire est une politique conjoncturelle mais que la politique budgétaire est beaucoup plus efficace qu'elle pour agir sur le niveau d'activité économique.

Début des années 1960: sous l'impulsion de Paul A. Samuelson, une deuxième génération de keynésiens estime que la politique monétaire peut participer au « réglage fin » de la conjoncture.

Fin des années 1960: contrairement à la théorie classique pour laquelle la monnaie est neutre, les monétarismes friedmanien et hayekien considèrent que la monnaie est active, mais d'une activité néfaste. Pour eux, l'inflation est d'essence monétaire : ils réhabilitent la théorie quantitative de la monnaie. S'il faut contenir sévèrement l'offre de monnaie, la politique monétaire est cependant d'une application hasardeuse parce que ses effets sont très variables et par conséquent difficilement prévisibles. Il faut alors éviter les stratégies discrétionnaires et s'en tenir à une règle simple, comme la « règle d'or » de Milton Friedman selon laquelle, pour lutter contre l'inflation, il suffit que la masse monétaire progresse annuellement à taux constant défini en fonction du taux de croissance de l'économie sur le long terme.

Années 1970: les nouveaux économistes classiques (NEC), substituant l'hypothèse des anticipations rationnelles à celle des anticipations adaptatives utilisée par M. Friedman, renouent avec le postulat de neutralité de la monnaie. On parle même de « super-neutralité » pour dire qu'un changement permanent et non anticipé du taux de croissance de la masse monétaire produit selon eux une modification similaire du taux de croissance des variables nominales tout en laissant intact l'équilibre réel de l'économie. Les NEC pensent que toutes les politiques conjoncturelles sont non seulement inefficaces mais même nuisibles pour l'économie, et cela que ce soit à court ou à long terme. La théorie des jeux et les théories des choix publics montrent aussi à leur façon les inconvénients des politiques monétaires discrétionnaires. La théorie de la crédibilité insiste quant à elle sur l'incohérence temporelle des politiques discrétionnaires soi disantes optimales : la seule façon d'assurer une certaine crédibilité et de la cohérence temporelle aux politiques économiques est d'appliquer des règles, et par conséquent de limiter les marges de manœuvre des pouvoirs publics.

Années 1980: la théorie des cycles d'affaires réels (modèles du type « RBC ») aboutit aussi à réduire au maximum la portée de la politique monétaire puisqu'elle estime que les fluctuations économiques ne dépendent pas d'elle mais plutôt des chocs exogènes comme ceux liés à l'évolution de la productivité. Cela revient à dire que la théorie des cycles réels est partisane elle aussi de la neutralité de la monnaie. De leur côté, les nouveaux économistes keynésiens (NEK) mettent en avant les rigidités pour expliquer les déséquilibres de l'économie. Et les rigidités –nominales– font que les variations de la quantité de monnaie mise en circulation n'ont pas les mêmes répercussions sur les prix des différents biens et services : comme pour les monétaristes en quelque sorte, la monnaie n'est pas neutre et elle peut être néfaste.

Années 1990 et 2000: Plusieurs études théoriques et empiriques contestent, les unes, la proposition d'inefficacité des politiques conjoncturelles des nouveaux économistes classiques (NEC), et les autres, la validité de la théorie des cycles réels et de ses préconisations. En effet, d'un côté, les NEK estiment aujourd'hui que la politique monétaire peut être plus efficace que la politique budgétaire parce qu'elle est plus souple et que ses multiplicateurs sont plus élevés ; et d'un autre côté, la prise en compte des rigidités et des imperfections des marchés dans les modèles RBC donne aussi à la politique monétaire un rôle significatif dans la régulation économique.

- Par ailleurs, les autorités monétaires et financières, spécialement les banques centrales, sont de plus en plus efficaces parce qu'elles bénéficient des bienfaits de la fonction d'apprentissage.

L'EURO

Années 1940-1950 : les autorités monétaires cherchent avant tout à créer les conditions monétaires et financières pour éviter par-dessus tout une crise de déflation et de dépression comme celle des années 1930 (la dépression correspond à une forte récession qui dure plusieurs mois successifs : pour certains, il faut qu'il y ait pendant au moins 3 ans baisse d'au moins 10% du PIB et un taux de chômage d'au moins 10%).

Années 1970 : les autorités monétaires sont convaincues de la validité de la courbe de Phillips et sont donc assez accommodantes sur le front de l'inflation pour que soit assuré le plein emploi.

Années 1980 : la stagflation, qui résulte tout autant de l'usure du triptyque « taylorisme-fordisme-keynésianisme » et de l'implosion du SMI de Bretton Woods que des deux chocs pétroliers, montre que la courbe de Phillips devient verticale, ce qui oblige à mettre la stabilité des prix au premier rang des objectifs de la politique monétaire.

Le carcan monétaire de l'étalon-or jusqu'en 1914 et les contraintes fortes du système de Bretton Woods au lendemain de la seconde guerre mondiale donnaient au système monétaire le point d'ancrage nominal dont il a forcément besoin pour ne pas dysfonctionner. Mais, d'une part, avec l'abandon de l'étalon-or puis l'échec du système de Bretton Woods, c'est-à-dire avec le passage d'un régime de changes fixes à un régime de changes flottants, le système monétaire est livré à lui-même, avec tous les risques que cela signifie. L'affichage de la volonté d'œuvrer pour assurer la stabilité des prix apporte donc le point d'ancrage nominal qui manque. D'autre part, on estime à cette époque que l'équilibre entre offre et demande globales et la stabilité des prix sont complémentaires (la « divine coïncidence » selon O. Blanchard), autrement dit que la lutte contre l'inflation est un préalable à la réalisation des objectifs de croissance et d'emploi. Enfin, la décennie 1980 est celle de la révolution financière marquée par les « 5D » : le Décloisonnement des marchés (avec la suppression du contrôle des changes sur le plan extérieur et avec l'unification des marchés de capitaux sur le plan intérieur), la Dématérialisation des marchés et des titres (les marchés financiers sont des réseaux informatiques et les titres papiers n'existent plus), la Déréglementation (avec la Despecialisation des institutions et la Dérégulation des activités), la Désintermédiation des financements (avec la titralisation des financements, la marchéisation des conditions bancaires et la mobiliérisation des bilans bancaires), et le Désengagement de l'État. En réalité, cette révolution financière se traduit par une « intermédiation autrement » en ce sens que les banques voient leur métier restructuré puisqu'elles deviennent des acteurs majeurs sur les marchés de capitaux en développant l'intermédiation de marché au détriment de l'intermédiation de bilan, et par une « régulation autrement » en ce sens que les responsabilités des banques centrales s'en trouvent en définitive accrues, spécialement en matière de surveillance bancaire et de contrôle prudentiel.

À cette époque, la politique monétaire est une politique par les quantités, en se sens qu'elle est bâtie autour des agrégats monétaires.

Années 1990 : plusieurs facteurs, en particulier le déferlement des innovations financières et l'amplification des « 5D », font que les agrégats monétaires sont de moins en moins fiables et qu'ils perdent de ce fait progressivement leur rôle de points d'ancrage nominal en tant qu'objectifs intermédiaires. Les banques centrales révisent leurs pratiques et passent au ciblage d'inflation, implicite ou explicite, et à une politique par les prix, c'est-à-dire à une politique par les taux d'intérêt.

Remarques :

- Cette évolution dans les pratiques de politique monétaire se justifie aussi par les modifications qu'ont subies les canaux de transmission de la politique monétaire.
- La fonction d'apprentissage des autorités monétaires a bénéficié, si l'on peut dire, des moments de crise plus ou moins importants qu'a connus la sphère financière tout au long de ces dernières décennies : le krach d'octobre 1987, la crise des caisses d'épargne américaines au début de 1989, la crise mexicaine de décembre 1994, la crise asiatique de juillet 1997, la crise russe d'août 1998, la faillite du fonds « Long Term Capital Management » en septembre 1998, l'éclatement de la bulle Internet en mars 2000, les attentats du 11 septembre 2001, la crise argentine au tournant des années 2001-2002, la crise du crédit immobilier au cours de l'été 2007, ...

- Au total, les deux décennies à cheval sur le 20^{ème} et le 21^{ème} siècles sont celles d'un retour en force de la politique monétaire dans l'arsenal des politiques publiques de régulation.

§2) LES OBJECTIFS DE LA POLITIQUE MONETAIRE

- La théorie monétaire considère que la fonction-objectif de la Banque centrale est une double fonction de stabilisation, stabilisation de l'inflation autour d'une cible (niveau de référence) et stabilisation du PIB autour également d'une cible. Chacune de ces deux dimensions est affectée d'une pondération qui exprime le poids relatif accordé respectivement à la défense de la stabilité des prix et à la promotion de la croissance économique. Plus précisément, il s'agit pour l'autorité monétaire de mettre en œuvre une politique monétaire qui minimise les écarts entre les valeurs constatées et les valeurs de référence sur ces deux dimensions : la fonction-objectif prend alors la forme d'une « fonction de perte » qu'il s'agit de minimiser.

La fonction de perte, dans son expression quadratique, s'écrit : $L_t = (\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda (y_t - y^*)^2$

- Selon l'article 105 du traité de Maastricht, premier article concernant la politique monétaire de l'UEM, "l'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales de la Communauté, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de la Communauté". L'idée qui sous-tend cet objectif de défense de la stabilité des prix est que celle-ci est une condition essentielle pour la réalisation des autres grands objectifs macroéconomiques. Autrement dit, par référence au « carré magique de Kaldor », la lutte contre l'inflation doit faciliter la réalisation des trois autres objectifs : croissance, plein emploi et équilibre extérieur.

De ce point de vue, la stabilité des prix répond à plusieurs soucis :

- 1) elle permet à l'ensemble des agents économiques de mieux décrypter les variations de prix relatifs, et par conséquent de mieux fonder leurs anticipations et de prendre leurs décisions en meilleure connaissance de cause ;
- 2) quand l'inflation augmente, augmente aussi sa variabilité, ce qui accroît l'incertitude des acteurs économiques qui hésitent donc à prendre des engagements de long terme, spécialement les entreprises en matière d'investissement : la stabilité des prix clarifie donc l'horizon décisionnel des uns et des autres, et diminue par conséquent leur aversion pour le risque ;
- 3) elle évite que la hausse des prix ne modifie la structure des actifs patrimoniaux des agents économiques ;
- 4) elle permet un meilleur équilibre entre prêteurs et emprunteurs, les premiers ne se sentant pas obligés d'imposer aux seconds une prime de risque lié à des anticipations inflationnistes, ce qui est favorable à l'investissement et à une meilleure allocation des ressources financières ;
- 5) comme le taux d'intérêt n'a pas à intégrer de prime de risque inflationniste, il n'est pas poussé à la hausse ; il ne l'est pas non plus par l'augmentation des taux directeurs que peut imposer la lutte anti-inflationniste si la banque centrale bénéficie d'une bonne crédibilité ; d'où de meilleures conditions financières faites à l'investissement ;
- 6) la stabilité des taux d'intérêt permet d'éviter le renchérissement du coût du financement du déficit public ;
- 7) la stabilité des prix évite les transferts de revenus liés à l'endettement qu'encourage souvent excessivement l'inflation (effet de levier) ;
- 8) elle évite que les comportements des différents agents économiques ne soient perturbés par les risques que fait courir l'inflation : celle-ci pourrait en effet les inciter à mettre en place des stratégies qui les mettent à l'abri des effets de la hausse des prix mais qui contrarient la croissance ;
- 9) la stabilité des prix préserve aussi l'influence des taux d'intérêt en réduisant l'écart entre taux nominal et taux réel (selon la relation de Fisher, le taux nominal est égal au taux réel augmenté du taux d'inflation anticipé... en admettant que les agents ne soient pas soumis à l'illusion monétaire et anticipent correctement l'inflation) ;
- 10) elle évite à l'économie d'être rongée par une perte de compétitivité et, par conséquent, de courir le risque d'un déséquilibre extérieur de plus en plus important ainsi que celui d'une contestation de la valeur externe de la monnaie.

L'EURO

11) elle évite l'épargne forcée qu'est l'inflation. De plus, quand l'inflation est d'origine importée, elle correspond à un prélèvement global sur les richesses nationales et c'est en définitive sur les ménages que ce prélèvement est réalisé au travers d'une réduction de leur pouvoir d'achat. En somme, la stabilité des prix peut être considérée comme un bien public qui génère, pour les orthodoxes, des externalités positives plus importantes que les externalités négatives (le « ratio de sacrifice » qui correspond à la perte cumulée en croissance que produit une réduction permanente d'un point d'inflation est évalué à 1,30 pour la zone euro).

• Dans la zone euro, la politique monétaire est unique ; celle-ci est définie et mise en œuvre par l'Eurosystème, c'est-à-dire par la Banque centrale européenne (BCE) et les Banques centrales nationales (BCN) de la zone euro. Plus précisément, elle est définie par le Conseil des gouverneurs de la BCE et sa mise en œuvre est assurée par les BCN de manière décentralisée et harmonisée.

Dans sa réunion du 3 décembre 1998, le Conseil des gouverneurs de la BCE prend pour objectif de stabilité des prix une hausse des prix à la consommation inférieure à 2% (cette hausse correspond statistiquement à la progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé -IPCH). Pour surveiller la croissance de la masse monétaire, qui est l'"objectif intermédiaire" prédominant de la politique monétaire de la BCE, celle-ci choisit (en 1998, à la veille de sa mise en fonction) de suivre plus particulièrement l'agrégat M3 H ("H" signifiant que cet agrégat est harmonisé au niveau européen) et d'en calculer la valeur de référence à partir des hypothèses faites pour le taux d'inflation (moins de 2% en glissement annuel), la croissance potentielle en volume du PIB (entre 2% et 2,5% l'an en tendance) et un ralentissement de la vitesse de circulation de la monnaie (de 0,5 à 1% par an). Les relations entre ces montants résultent de l'équation des échanges : $M \cdot V = P \cdot Y \Rightarrow \Delta M/M + \Delta V/V = \Delta P/P + \Delta Y/Y \Rightarrow \Delta M/M = \Delta P/P + \Delta Y/Y - \Delta V/V$. On a alors en fonction des estimations : $\Delta M/M = 2\% + (2/2,5\%) - (-0,5/-1\%)$ et, avec ce type de calcul, la BCE fixe en décembre 1998 la norme de 4,5% pour la progression annuelle de M3.

Dans sa réunion du 8 mai 2003, le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de maintenir désormais le taux d'inflation à un *niveau inférieur à 2% mais proche de 2% à moyen terme*, ce qui revient de fait à relever sa cible. Cette précision est importante aussi dans la mesure où elle renvoie aux études empiriques qui montrent que si la politique monétaire peut avoir des effets sur la conjoncture à court terme, elle ne peut pas prétendre influencer le rythme de la croissance sur le moyen et long termes : par conséquent, il est judicieux de lui donner pour seul objectif final à moyen et long termes d'assurer la stabilité des prix.

Fin décembre 2008, en pleine crise financiaro-économico-sociale, avec de forts risques de déflation, le Président de la BCE insiste sur l'objectif de la Banque centrale : assurer la stabilité des prix, c'est-à-dire maintenir une inflation de moins de 2% mais proche.

• Le calcul du taux d'inflation de la zone euro se fait par l'intermédiaire de la moyenne des « indices des prix à la consommation harmonisés » (IPCH) des pays qui composent la zone euro, moyenne pondérée par la part de la dépense monétaire de consommation privée intérieure finale de chaque pays dans le total de la zone euro. Ce taux d'inflation moyen ainsi calculé pour la zone euro est appelé « indice des prix à la consommation de l'Union monétaire » (UPCUM). Un indice est calculé selon des principes analogues au niveau de l'UE tout entière : l'IPCE.

Les IPCH sont calculés par les différents États-membres à partir de leurs IPC respectifs et en tenant compte par définition des consignes décidées au niveau européen sous la coordination d'Eurostat pour harmoniser les indices transmis de façon à en assurer la comparabilité internationale (pour le calcul concret de l'IPCH, voir à l'adresse Internet suivante : www.ecb.int/stats/prices/hicp/html/hicp_coicop_anr_2011-02.en.html).

En France, c'est l'INSEE qui calcule l'IPC. Cet indice est de type Laspeyres, chaîné annuellement. Le taux d'inflation ainsi déterminé est censé mesurer l'ampleur globale de la variation des prix à la consommation : pour en assurer la fiabilité, le problème que pose l'effet-qualité lors du renouvellement des produits amène à utiliser des modèles dits hédoniques. Par ailleurs, l'IPC peut être soumis à d'assez fortes fluctuations selon les mouvements de la conjoncture.

L'EURO

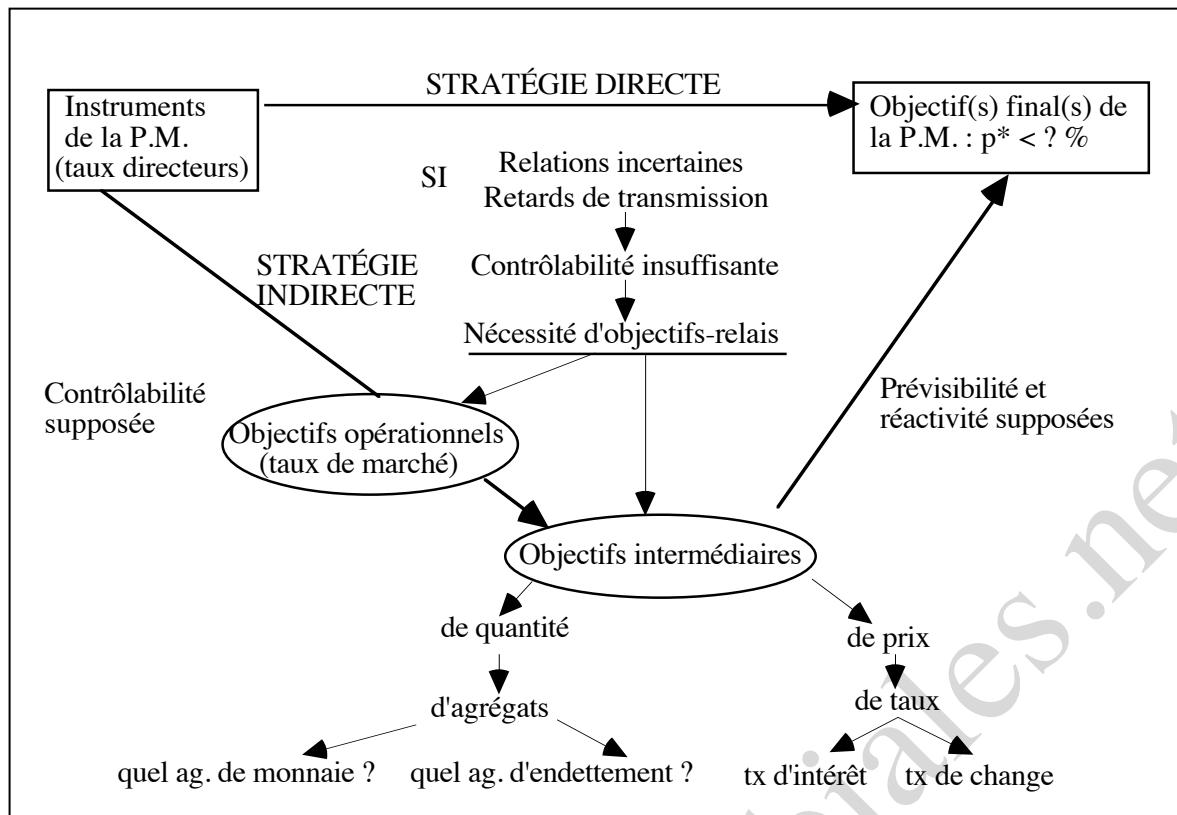
C'est pourquoi on estime nécessaire, pour mieux anticiper les tendances inflationnistes futures, de calculer un indice évaluant « l'inflation fondamentale », autrement dit « *l'inflation sous-jacente* », en faisant abstraction des variations de prix des biens particulièrement volatiles. On ne dénombre pas moins de 4 types de méthodes pour calculer de tels indices d'inflation sous-jacente. La première consiste à éliminer systématiquement du calcul de l'indice les biens dont les prix sont particulièrement instables, à savoir l'énergie et les biens alimentaires. La seconde consiste à éliminer au coup par coup les variations de prix jugées excessives au moment du calcul (en particulier selon des méthodes utilisées par ailleurs dans les techniques de désaisonnalisation des chroniques, comme la méthode des moyennes tronquées ou la méthode de la médiane pondérée). La troisième consiste à pondérer plus ou moins faiblement les composantes trop volatiles pour en réduire l'influence dans le calcul de l'indice. Enfin, la quatrième consiste à appliquer la technique structurelle d'autorégression sectorielle.

Pour déterminer l'ampleur de l'inflation sous-jacente, Eurostat utilise la première méthode et calcule 5 indices différents : le premier, hors énergie, le second, hors énergie, produits alimentaires, boissons alcoolisées et tabac, le troisième, hors énergie et alimentation non transformée, le quatrième, hors énergie et produits saisonniers et le cinquième, hors tabac.

Remarquons pour finir sur ce point un peu technique que l'inflation sous-jacente de la zone euro a été jusqu'au retour de l'inflation importée en 2007-2008 assez peu différente de son inflation globale, contrairement à ce que l'on peut observer ailleurs, notamment aux États-Unis. Cela s'explique par une rigidité structurelle des prix face à la conjoncture : selon plusieurs analyses, en particulier celle de l'OCDE, la persistance de l'inflation dans la zone euro est due à une inertie des prix qui causent à la fois la rigidité des salaires nominaux, le manque de flexibilité du marché du travail et le comportement quasi-administratif des entreprises en matière de stratégie de prix. Et cela explique que, pour arrêter leurs décisions de politique monétaire, la BCE se fonde sur l'inflation totale et que la Fed se fie plutôt à l'inflation sous-jacente. Depuis les années 2007-2008, marquées par un accroissement des prix des matières énergétiques, des matières premières et des produits alimentaires, l'écart se creuse entre inflation totale et inflation sous-jacente au sein de la zone euro.

Remarquons pour finir sur cette distinction entre l'inflation globale et l'inflation sous-jacente qui serait l'inflation « fondamentale », que c'est malgré tout la première qui pénalise bel et bien le pouvoir d'achat des agents et par conséquent le dynamisme de la demande. On peut même ajouter, paradoxalement, que se réjouir de l'inexistence de « second tour », autrement dit de rattrapage des salaires, parce que l'on craint la spirale prix-salaires, revient à refuser la défense du pouvoir d'achat et le soutien de la demande.

- L'objectif de stabilité des prix poursuivi par la politique monétaire est qualifié de final. Surtout que, devant les relations incertaines entre cet objectif et les instruments utilisés (les taux directeurs) et compte tenu aussi des retards dans le fonctionnement des canaux de transmission de la politique monétaire, on peut juger nécessaire d'utiliser des objectifs-relais, intermédiaires et opérationnels, pour obtenir de meilleures contrôlabilité et réactivité. Cette stratégie est dite stratégie d'objectifs intermédiaires. Mais on peut estimer qu'il est possible et même souhaitable (à cause par exemple d'un manque de pertinence de l'information fournie par les agrégats monétaires) de raisonner directement sur la cible d'inflation et mener la politique monétaire en fonction des écarts entre le taux d'inflation prévu et le taux-objectif d'inflation. La BCE, de même d'ailleurs que la Fed, met concrètement en œuvre une stratégie mixte qui joue sur les complémentarités entre la stratégie d'objectifs intermédiaires et la stratégie de cible directe d'inflation puisqu'elle décide de sa politique de taux d'intérêt en fonction non seulement de la progression de l'agrégat monétaire large M3 mais aussi d'un ensemble plus large d'informations économiques et financières lui permettant d'anticiper l'évolution conjoncturelle des prix (voir paragraphe suivant).



Remarques :

1) *Remarques sur l'inflation.*

- Remarque sur la définition et sur la nature de l'inflation.

• En recourant à l'étymologie (« *inflare* » veut dire en latin enfler, gonfler), l'inflation correspond à l'enflure durable, généralisée, cumulative et autoentretenue des prix. Elle entraîne l'érosion monétaire.

Comme le note l'INSEE, l'inflation « doit être distinguée de l'augmentation du coût de la vie. La perte de valeur des unités de monnaie est un phénomène qui frappe l'économie nationale dans son ensemble, sans discrimination entre les catégories d'agents. En revanche, l'augmentation du coût de la vie affecte la répartition fonctionnelle et personnelle des revenus, sans toucher à la relation entre la masse monétaire et le produit national définissant le pouvoir d'achat de la monnaie ».

• Selon Milton Friedman, « l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire ». Le chef de file des monétaristes réhabilite ainsi la théorie quantitative de la monnaie qui établit un lien de causalité de gauche à droite dans l'équation des échanges : $M.V = P.Y$. L'augmentation excessive de la masse monétaire est la cause motrice de l'inflation. Beaucoup d'économistes contemporains renouent même avec l'analyse dichotomique des Classiques en estimant que les prix relatifs dépendent de facteurs réels (notamment le degré de « *concurrentialité* » des marchés et l'évolution de la productivité) et que le niveau des prix absolus est principalement fonction de la quantité de monnaie en circulation. Ces mêmes auteurs considèrent aussi que les agents ne sont pas soumis à l'illusion monétaire : selon eux, l'inflation n'a pas les attraits qui feraient accepter une mollesse de la politique monétaire. L'inflation ne pourrait donc plus servir à jouer le rôle d'anesthésiant social en facilitant le partage de la valeur ajoutée ni à réaliser des ajustements économiques à moindre coût en favorisant l'endettement par la réduction des taux d'intérêt en termes réels, en faisant jouer positivement l'effet de levier financier et en donnant à l'État des facilités budgétaires puisque les recettes publiques augmentent mécaniquement en valeur alors que le poids des dépenses, non indexées, ne change pas (le fait que l'inflation soit un impôt déguisé, une épargne forcée, explique que l'on parle de « *taxe d'inflation* »). En fonction de ce dernier argument, on peut dire que, au-delà du fait que l'inflation est « toujours et partout un phénomène monétaire » pour reprendre l'expression

L'EURO

de Friedman, elle est en définitive un phénomène politique, comme l'a montré le premier L. von Mises.

Remarque sur l'effet de levier. Cette expression est utilisée dans deux contextes différents :

- En finance d'entreprise, l'effet de levier traduit le fait que, lorsque le taux de rentabilité économique de l'entreprise (résultat avant frais financiers rapporté aux capitaux investis) est supérieur au taux d'intérêt auquel sont rémunérés les capitaux empruntés, alors la rentabilité des capitaux propres s'en trouve d'autant plus augmentée. Par contre, cette rentabilité des capitaux propres se trouve d'autant plus réduite que le taux de rentabilité avant frais financiers est inférieur au taux d'intérêt : l'effet de levier se transforme en effet-massue.
- En finance de marché, et dans un sens général, l'effet de levier correspond au mécanisme qui permet de prendre une position bien plus importante que les fonds dont on dispose. L'effet de levier est l'effet recherché dans la stratégie qui consiste à utiliser un montant de ressources propres et surtout empruntées pour réaliser des opérations risquées dont la rentabilité espérée est bien supérieure au coût des capitaux engagés, et en particulier au taux d'intérêt à servir aux prêteurs. Comme en finance d'entreprise, l'effet de levier traduit un mécanisme multiplicateur, et aussi bien des pertes que des gains. Dans un sens plus particulier, concernant les produits dérivés, l'effet de levier provient du fait que le prix du produit dérivé est nettement inférieur à celui de la valeur sous-jacente.

Les récents travaux de P. De Grauwe et M. Polan portant sur la relation dans 160 pays entre la croissance des agrégats monétaires M1 et M2 et le taux d'inflation, entre 1969 et 1999, montrent qu'il y a effectivement une très forte corrélation. D'autres recherches parviennent à la même conclusion en faisant cependant remarquer que la relation est d'autant plus forte que l'on prend en considération un agrégat monétaire large comme M2 ou a fortiori M3. D'autres études montrent par ailleurs que la corrélation entre inflation et croissance est négative et que cette corrélation est spécialement forte quand il y a une grande variabilité du taux d'inflation (l'écart-type du taux d'inflation jouerait donc un rôle négatif relativement plus important sur les performances économiques que la moyenne).

Mais trois nuances doivent être faites :

- Les tests empiriques concernant la liaison entre inflation et croissance convergent certes depuis près de 20 ans vers une corrélation négative mais l'histoire économique contient plusieurs exemples de périodes où il y a croissance avec inflation forte. Et la période contemporaine montre qu'une inflation maîtrisée peut accompagner une croissance faible. Alors que la stabilité des prix est posée par les orthodoxes comme la condition sine qua non d'une croissance soutenue...
- On sait que corrélation ne signifie pas nécessairement causalité. D'ailleurs, les Keynésiens estiment que dans l'équation des échanges le sens de la causalité va de droite à gauche puisqu'ils pensent que l'inflation trouve ses racines dans les phénomènes réels : la croissance de la masse monétaire n'est alors qu'une cause permissive de l'inflation. Par conséquent, tout le monde s'accorde sur le fait que l'inflation a une symptomatique monétaire et les auteurs divergent sur le fait qu'elle soit d'essence monétaire. Des travaux économétriques récents distinguent le cas de la zone euro de celui des pays anglo-saxons : la causalité irait plutôt de gauche à droite dans la zone euro et il y aurait une causalité circulaire aux États-Unis et au Royaume-Uni.
- La relation entre augmentation de la masse monétaire et évolution des prix se distend beaucoup quand on est à de faibles niveaux d'inflation. Or, c'est dans cette situation que se trouvent les banques centrales aujourd'hui, depuis près de 20 ans maintenant. Cela explique donc le fait que les agrégats monétaires jouent un rôle moins important que naguère dans leur processus de décision.

De 1999 à 2008, le taux de croissance annuel moyen de l'agrégat M3 a été de 7,8% : bien que cela soit bien supérieur à la norme fixée de 4,5%, on n'a pas assisté durant toute cette période à un dérapage inflationniste caractérisé !

- L'inflation se définit habituellement par la hausse généralisée, cumulative et autoentretenue des prix. Mais il faut ajouter deux autres caractéristiques de l'inflation également importantes : la désorganisation des prix relatifs et la baisse de la valeur de la monnaie, non seulement interne mais aussi externe. Or, au cours des années 2007-2008, l'inflation de la zone euro, qui dépasse assez

L'EURO

largement la norme de 2%, s'accompagne d'une nette appréciation de l'euro par rapport au dollar. Ce paradoxe s'explique par le fait que les hausses de prix constatées concernent des produits pour lesquels il y a un déséquilibre marqué entre l'offre et la demande. Autrement dit, l'inflation serait en l'espèce davantage due à des facteurs réels plutôt qu'à des facteurs monétaires, et par conséquent les remèdes les plus adaptés ne sont pas peut-être pas ceux de la politique monétaire.

- Dans sa définition et sa mesure traditionnelles, l'inflation concerne l'augmentation des prix à la consommation. Mais une conception élargie, se fondant pleinement sur l'origine étymologique du mot, peut viser aussi les autres biens, en particulier ceux qui peuvent faire l'objet de comportements spéculatifs comme c'est le cas des actifs financiers. Ainsi, les autorités monétaires auraient pour responsabilité de préserver non seulement la stabilité monétaire mais également la stabilité financière.
- En mai 2004, dans Flash Éco – Crédit Agricole, P. Blanqué note qu'« un monde endetté, surcapacitaire et vivant un processus sans cesse renouvelé de délocalisations vers des pays à faible coût de main d'œuvre, où les chocs de prix (matières premières, dépréciation du dollar, notamment) sont absorbés par les marges plutôt que répercutés sur les prix finaux et où la part des salaires reste comprimée dans le partage de la valeur ajoutée, un tel monde ne semble pas courir un risque inflationniste imminent. Mais, sans changer de nature (monétaire), l'inflation a changé de visage. C'est plus sûrement dans l'amont de la chaîne des prix (matières premières) et surtout, dans les prix des actifs financiers et immobiliers que la bête mutante s'est réfugiée. Il faut expliquer cette *mutation de l'inflation* par un quadruple mouvement : premièrement, les prix de ces actifs sont plus flexibles que ceux des biens et services, deuxièmement, l'offre de ces actifs est plus rigide que celle des biens et services, troisièmement, l'expansion des crédits et la croissance monétaire profitent davantage à la demande de ces actifs qu'à celle des biens et services, quatrièmement, cette expansion et cette croissance se traduisent plus facilement par une hausse des prix de ces actifs que par celle des biens et services dans la mesure où la pression de la demande de ceux-ci peut être absorbée par les importations. C'est aussi dans le secteur des services, plus abrité de la concurrence, que les effets de la surliquidité sur les prix peuvent être trouvés. Au total, nous assistons à une importante déformation des prix relatifs (biens manufacturés *versus* immobilier, services et autres actifs financiers) ». Pour conforter cette analyse, précisons que des études montrent qu'à partir de 1995 les octrois de crédits se sont déconnectés en quelque sorte de l'évolution du PIB, ce qui prouve qu'ils vont de plus en plus vers l'acquisition d'actifs spéculatifs, ce qui alimente le phénomène de bulle. Selon une rétrospective statistique établie en 2008 par ING en prenant l'exemple américain, à partir du tournant du milieu des années 1990, pour chaque dollar prêté aux ménages et aux entreprises, 20 à 30 centimes seulement contribuent en moyenne à la croissance du PIB, le reste servant à acquérir des actifs immobiliers et des valeurs mobilières.

On peut aussi considérer, au risque de caricaturer, que l'inflation, en changeant de nature, change également de camp. Du côté des consommateurs-salariés, le peu d'inflation traditionnelle permet de consommer moins cher ; mais elle se traduit aussi par moins de gains de pouvoir d'achat. Alors que du côté des investisseurs-capitalistes, l'inflation des actifs spéculatifs permet d'engranger des plus-values ; mais elle se traduit aussi par plus de risques d'instabilité financière.

La principale explication de cette mutation est que la faible inflation au sens traditionnel du terme permet la suppression de toute prime d'inflation, d'où des taux longs bas, ce qui pousse les investisseurs à se lancer dans des placements de plus en plus risqués, donc dans des actifs spéculatifs, d'où la formation de bulles pour les prix de ces actifs. Mais l'éclatement de ces bulles, la crise des subprimes et la flambée des prix du pétrole et des produits alimentaires font subir à l'inflation une mutation inverse en 2007-2008 : il y a alors déflation des prix d'actifs (P. Artus estime à 14 000 milliards de dollars le montant des dépréciations des actifs mondiaux liées à la crise des subprimes – Enjeux-Les Échos de mai 2008) et inflation des biens et services, donc une inflation au sens traditionnel (pour la zone euro, la composante « énergie » pèse 10% dans le panier de biens de l'IPCH et la composante « alimentation » 20%).

- Remarque sur la mesure de l'inflation par l'IPC

Comme cela a été dit plus haut, la mesure de l'inflation devrait tenir compte de son changement de visage : alors que l'IPC s'en tient à évaluer l'évolution des prix des biens et services de consommation, il semble nécessaire de tenir compte également des variations des prix des actifs.

L'EURO

Le calcul de l'IPC soulève lui-même plusieurs difficultés : la plupart des biens sont touchés par l'effet-qualité (d'où l'utilisation de modèles hédoniques), les services posent des problèmes spécifiques, il y a de plus en plus des biens et servies liés, et les gammes tarifaires se multiplient. De surcroît, un écart croissant apparaît entre cet indice « objectif » et la perception « subjective » de la hausse des prix qu'enregistrent les enquêtes d'opinion, ce qui nuit à la crédibilité de l'indice calculé par l'INSEE. Cet écart s'explique de plusieurs façons :

- . les ménages ont tendance à confondre inflation et perte de pouvoir d'achat (alors que celle-ci dépend de l'évolution non seulement des prix mais aussi de celle des revenus nominaux) ;
- . les ménages sont surtout sensibles à l'évolution des prix des biens et services qu'ils utilisent fréquemment, comme les produits d'alimentation : ceux-ci ont bel et bien augmenté plus que la moyenne, mais ils représentent une part réduite dans la pondération de l'indice, alors que des produits achetés moins souvent, comme l'électroménager, l'informatique ou la télévision, voient leurs prix évoluer moins vite que la moyenne alors qu'ils ont un poids plus important dans l'indice ;
- . le budget des ménages est de plus en plus consacré au paiement de dépenses qui augmentent et que l'on peut qualifier de contractuelles ou de pré-engagées ou encore de contraintes, comme les dépenses alimentaires, les divers abonnements, les dépenses liées au logement et aux transports, les remboursements d'emprunts, qui sont inélastiques aux prix et qui se traduisent souvent par des prélèvements automatiques. Ces dépenses contraintes représentent pour les ménages français environ 40% de leurs dépenses totales. Selon une étude du Crédoc parue en décembre 2008, on peut établir le tableau suivant :

Catégories	Classes de revenus avant impôt pour une personne seule	Proportion de la population	Part des dépenses contraintes en 1979 et en 2005
Catégories pauvres	< 780€	10 %	24 % - 48 %
Catégories modestes	780 € - 1 120€	20 %	22% - 46 %
Classes moyennes inférieures	1 120 € - 1 750 €	30 %	21% - 38 %
Classes moyennes supérieures	1 150 € - 2 600 €	20 %	20% - 32 %
Catégories aisées	2 600 € - 3 010 €	10 %	19 % - 29 %
Haut revenus	> 3 010 €	10 %	20% - 27 %

Selon les statistiques de l'INSEE, en proportion du revenu disponible brut, les dépenses contraintes de consommation sont passées de 13% à 28,4% entre 1960 et 2007, celles liées au logement (hors remboursements d'emprunts) de 9,1% à 21,4%.

Cet alourdissement du poids des dépenses contraintes en l'espace d'un quart de siècle permet de mieux comprendre que les ménages français ressentent un amoindrissement de leur pouvoir d'achat en dépit des statistiques officielles.

- Remarque sur l'analyse des facteurs d'inflation :

- Parmi les facteurs d'inflation, on distingue traditionnellement ceux qui concernent l'offre (inflation par les coûts, sans oublier le coût du crédit au travers des frais financiers, et inflation importée) et ceux qui concernent la demande. Il y a inflation par la demande quand la demande globale se trouve contrainte par une offre insuffisamment élastique. De plus, l'inflation par la demande est nourrie par une quantité de monnaie en circulation qui est excessive à cause d'une demande de crédits trop forte de la part des agents non financiers. Et la spirale inflationniste résulte du cercle vicieux qui se développe par le jeu combiné et cumulatif des deux types d'inflation.

On peut également distinguer les facteurs endogènes au système économique et ceux qui lui sont exogènes. Les facteurs endogènes nourrissent l'inflation indirectement sous l'effet de deux dynamiques (qui elles-mêmes sont influencées à leur tour par la hausse des prix), celle des salaires

L'EURO

qui met en jeu l'équilibre sur le marché du travail et celle des taux de marges des entreprises qui met en jeu les équilibres sur les marchés des biens et services. Les facteurs exogènes qui ont des conséquences directes sur le niveau général des prix sont d'origine domestique pour certains (modifications de la réglementation fiscale par exemple) et d'origine internationale pour d'autres (variations des prix des biens importés ; modifications des taux de change). Les modèles macroéconométriques montrent que les facteurs exogènes internationaux jouent un rôle important et que l'inflation est relativement plus sensible aux variations des prix des biens importés et du pétrole plus spécialement que des modifications des taux de change. Les économistes C. Borio et A. Filardo, de la BRI, vont jusqu'à considérer que l'inflation s'est mondialisée et que les facteurs nationaux d'inflation deviennent résiduels.

- On peut aussi distinguer, parmi les facteurs d'inflation -et de désinflation-, ceux qui sont conjoncturels et ceux qui sont structurels.

- Parmi les facteurs conjoncturels se trouve en bonne position « l'output gap », c'est-à-dire l'écart entre le PIB effectif et le PIB « normal » qui mesure le degré d'utilisation des capacités, cet écart pouvant être défini soit de manière statistique par extrapolation de la tendance observée soit de manière économique par l'intermédiaire du PIB potentiel (PIB maximal compatible avec la stabilité des prix).

- Parmi les facteurs structurels peut se ranger maintenant, à côté de l'imperfection des marchés, de la tertiarisation de l'économie, de la discipline budgétaire et de la crédibilité de la politique monétaire, la mondialisation en ce sens qu'elle pèse directement et de plus en plus sur les prix.

La mondialisation est un facteur de désinflation pour 4 raisons essentielles. Premièrement, pour les « pays riches », la proportion des importations provenant des pays à faibles coûts de main d'œuvre, et donc à prix relativement bas, est de plus en plus élevée. La mondialisation se traduit par une forte augmentation de la population active, ce qui entraîne mécaniquement une baisse du coût du travail, spécialement du travail peu qualifié. Deuxièmement, les prix de ces importations progressent moins vite que les prix domestiques des « pays riches ». Troisièmement, la mondialisation accroît la concurrence et pousse donc les entreprises des « pays riches » à serrer leurs prix, en réduisant leurs marges, en développant leurs gains de productivité, et surtout en maîtrisant davantage leurs coûts (cela traduit l'avènement de la « low cost economy ») : la mondialisation peut de ce point de vue contraindre à des réformes structurelles qui ont notamment pour effet d'accroître la « disputabilité » sur le marché du travail. Quatrièmement, et en liaison avec ce qui précède, la mondialisation met en place une « désintégration verticale de la production » et par conséquent une nouvelle DIT encore plus efficace, avec une optimisation des échanges intra-firmes. La désintégration verticale de la production est souvent appelée aussi « décomposition internationale des processus productifs » - la DIFP. B. Lassudrie-Duchêne l'évoque dès 1982 et, aujourd'hui, D. Cohen considère, en l'illustrant par les cas bien connus de la poupée Barbie et d'une paire de Nike, qu'elle est à la base de la « nouvelle économie-monde » (« Trois leçons sur la société post-industrielle », Seuil). La DIFP se traduit concrètement par une fragmentation de la chaîne de valeur dont certains morceaux sont délocalisés pour profiter des différents avantages qu'analyse J. Dunning en 1977 au travers du paradigme « OLI », au moyen d'IDE ou de sous-traitance internationale. Dans une note de leur rapport sur la compétitivité fait pour le CAE en 2003, M. Debonneuil et L. Fontagné considèrent que la DIFP répond à trois logiques : une logique ricardienne pour laquelle les segments de la chaîne de valeur ajoutée sont spécialisés selon leur efficacité relative, une logique smithienne selon laquelle les tâches sont spécialisées pour développer des économies d'échelle, et une logique factorielle de partage des activités de conception, de gestion et de fabrication. Pour illustrer leur propos, ils reprennent l'exemple donné en 2004 par Ernst et Young d'une entreprise européenne idéale : « siège européen à Bruxelles, services administratifs et comptables à Londres, centre de R&D à Sophia-Antipolis, centre de design à Milan, plate-forme logistique à Rotterdam, centre d'appels à Dublin, usine à Prague, ... ».

Mais la mondialisation est aussi un facteur d'inflation, et cela pour 4 raisons également : premièrement, une hausse très forte et assez générale des prix des matières premières et des ressources énergétiques due à une offre trop inélastique face à une demande mondiale qui explose ; deuxièmement, l'augmentation des salaires un peu partout est encouragée par la réduction du sous-

L'EURO

emploi (dans les pays émergents, l'inflation augmente sous l'effet de l'accroissement progressif des coûts salariaux unitaires) ; troisièmement, à cause de l'excès de liquidités mondiales que les taux d'intérêt bas et les innovations financières ont suscité, d'où les différentes bulles spéculatives qui ajoutent le risque d'instabilité financière à celui d'inflation monétaire (après la crise des subprimes, les stratégies spéculatives des investisseurs internationaux se sont tournées vers les matières premières et les produits agricoles) ; quatrièmement, les pays émergents, spécialement ceux d'Asie, expriment une demande de produits agricoles et alimentaires de plus en plus forte : les prix de ces produits augmentent très fortement (« agflation ») à cause d'une offre trop rigide pour des raisons liées à l'augmentation du coût des engrains, aux évolutions non seulement conjoncturelles mais également structurelles du climat, à la nécessité de lutter contre la pollution et, paradoxalement, à l'utilisation de produits agricoles comme substituts aux produits pétroliers (les agrocarburants). Cette « agflation » débouche même lors du premier trimestre 2008 sur une crise alimentaire de grande ampleur dans les pays les plus pauvres, avec une multiplication des « émeutes de la faim ».

Pour plusieurs experts, le milieu de l'année 2007 marquerait le passage d'une mondialisation plutôt désinflationniste à une mondialisation plutôt inflationniste. Leur argument principal est l'argument traditionnel : quand la croissance est forte pendant plusieurs périodes, les tensions inflationnistes ne sont jamais très loin. Cela se vérifie actuellement en Chine qui a du mal à réguler son économie et à éviter la grimpée du taux d'inflation. Devant l'aggravation de ce risque, l'agence de planification chinoise met en place mi-janvier 2008, à l'approche du Noël chinois, un rigoureux contrôle des prix temporaire sur un ensemble de produits alimentaires, et dès février 2008 des inquiétudes montent sur les conséquences inflationnistes que peuvent avoir non seulement en Chine mais aussi dans le monde les revendications salariales qui se généralisent. Ce changement de tendance expliquerait les réactions négatives constatées sur les marchés financiers et cela pourrait laisser anticiper de futures hausses de taux directeurs de la part des banquiers centraux, d'où une remontée généralisée des taux d'intérêt dans le monde.

Notons que même si la mondialisation devient plutôt inflationniste à partir du milieu de l'année 2007, il se trouve qu'à ce moment là se déclenche la crise des crédits « subprimes », qui, outre le risque dépressif d'un credit crunch, conduit à une brutale dévalorisation des actifs adossés à ces crédits, avec le risque d'une spirale baissière ; d'où une tendance déflationniste. Quelle sera alors la résultante d'une inflation des prix des biens et services et d'une déflation des prix des actifs ? Quelle sera la résultante d'un choc déflationniste venant des pays développés et d'un choc inflationniste venant des pays émergents, ce qui correspond à un renversement complet par rapport à la situation qui prévalait il y a encore quelques mois ? Voilà les questions qui se posent quand on prend conscience de la crise. En tous les cas, c'est le poids respectif qu'ont pris ces deux types d'inflation de part et d'autre de l'Atlantique au cours du second semestre 2007 et du premier semestre 2008 qui explique la différence de comportement entre la Fed et la BCE. En effet, les États-Unis sont pendant cette période beaucoup plus concernés que l'Europe par le risque de transmission de la crise financière à la sphère réelle : en plus de nombreuses et importantes injections de liquidités, la Fed réagit donc par des baisses vigoureuses de ses taux, tandis que la BCE maintient les siens parce qu'elle considère que le risque d'inflation des prix est plus important que le risque de déflation des actifs. Au milieu de l'année 2008, la question peut se poser de savoir s'il va y avoir dans les semestres suivants un renversement des risques et donc des comportements des deux Banques centrales...

La fin de l'année 2008 et le début de l'année 2009 correspondent à un dangereux approfondissement de la crise : la crise financière se prolonge et chaque jour fait découvrir de nouveaux gisements de perte au sein du système financier, ce qui met à mal des économies nationales tout entières, et l'économie réelle de tous les pays, y compris émergents, entre en récession. Les Bourses sont orientées à la baisse des semaines durant. L'heure n'est plus au risque inflationniste : les taux d'inflation sont partout en nette diminution (le taux d'inflation annuel de la zone euro 1 a été de 1,1% en janvier 2009, contre 1,6% en décembre 2008 ; un an auparavant, il était de 3,2% ; le taux d'inflation mensuel a été de -0,8% en janvier 2009) Et, malgré l'accumulation de plans de sauvetage et de soutien, on commence à craindre le cercle vicieux et infernal de la déflation. La déflation est un phénomène grave : pas tellement parce qu'il s'agit de l'envers de l'inflation (baisse durable, générale, autoentretenue et cumulative des prix) mais parce qu'elle s'accompagne d'une restriction de l'activité et par conséquent du gonflement du chômage. En effet, il est important de distinguer baisse des prix,

L'EURO

même généralisée, et déflation, comme on peut facilement le voir avec le modèle DG-OG (voir notre document sur la modélisation macroéconomique). En ce qui concerne la déflation, elle peut même tourner à la dépression quand la récession est profonde et qu'elle dure plusieurs mois successifs : pour que l'on ait affaire à une dépression, il faut, pour certains, qu'il y ait pendant au moins 3 ans à la fois baisse importante du PIB et un fort taux de chômage (lors de la dépression des années 1930, entre 1930 et 1933 le PIB a baissé en moyenne de 7,3% et le taux de chômage est monté à 25%).

Précisons succinctement les enchaînements catastrophiques que peut entraîner la *déflation*. D'abord du côté de l'offre. Le propre des entreprises est d'engager des ressources pour réaliser leur production dont elles tireront les fruits quelque temps plus tard. Quand les prix sont orientés à la baisse, cela signifie qu'elles auront du mal à rentabiliser les ressources engagées : leurs coûts risquent de ne pas être couverts. Alors, si les entreprises anticipent une telle décrue des prix, elles délaisseront leur politique dynamique de production habituelle pour se replier sur des stratégies de déstockage et de réduction de leur voilure. Avec d'abord une réduction des investissements, ce qui est le moins coûteux socialement dans l'immédiat, mais qui ne peut avoir à terme que des conséquences négatives ; et avec ensuite des licenciements, avec des répercussions sur le moral et sur le pouvoir d'achat des ménages. De plus, pour écouler leur production, les entreprises sont amenées à baisser leurs prix et, pour pouvoir le faire, elles sont obligées de réduire leurs coûts, ce qui peut se traduire par des licenciements ; et ces licenciements provoquent une réduction des revenus des ménages, et par conséquent leur demande.

Du côté de la demande donc, ce qui vient d'être dit explique déjà des tendances à la contraction de la demande ; mais cette contraction est aggravée par le comportement attentiste qu'induit chez les ménages la baisse du niveau général des prix. De plus, comme dans la crise des subprimes, les difficultés économiques et financières que ressentent les entreprises conduisent celles-ci à proposer aux salariés des baisses de salaires pour éviter les licenciements. Cela est un autre facteur potentiellement déflationniste. Si l'évolution ainsi négative de la demande accroît la sous-utilisation des capacités d'offre, le niveau général des prix va continuer à baisser, ce qui alimente la spirale. Les entreprises réagissent alors à cette évolution de la demande et des prix en renforçant leurs stratégies restrictives en matière de production et d'investissement, d'où un effet multiplicateur négatif. La déflation apparaît ainsi comme un phénomène dangereux pour toute l'économie parce qu'elle est alimentée par un choc de demande, négatif et endogène, alors que ses inconvénients ne seraient pas du tout les mêmes si elle résultait d'un choc d'offre, positif et exogène, tel qu'une baisse des prix des biens importés et/ou d'une progression de la productivité. Ce cercle vicieux au sein de la sphère réelle peut tourner plus dramatiquement encore s'il est accéléré par les mécanismes financiers. Quand la déflation suit l'éclatement d'une bulle, les agents économiques non financiers subissent les effets dépressifs de l'effet richesse négatif et de l'alourdissement de leur dette financière comme il est dit plus haut : la baisse des prix élève en effet le taux d'intérêt réel et celui-ci peut rester largement positif même si les banques centrales adoptent une politique de taux directeurs nuls. Cela aggrave les risques de diminution de la demande et alimente une spirale déflationniste (contre laquelle la Banque centrale doit lutter par une politique d'offre monétaire). De plus, spécialement pour les entreprises, l'éclatement d'une bulle et/ou une mauvaise conjoncture impose d'apurer les bilans et de miser avant tout sur le désendettement (réduction du stock de dettes accumulées lors de la phase d'euphorie), ce qui sont autant de comportements qui contractent la demande et l'activité, d'où une fragilisation encore plus grande de leurs ratios de solvabilité : c'est la « debt deflation », la déflation par la dette, étudiée par Irving Fisher en octobre 1933. La baisse initiale des prix augmente la valeur réelle des dettes des entreprises, ce qui les pousse à se désendetter, et pour ce faire, elles cessent d'investir et d'embaucher, elles déstockent au maximum, d'où un excès de l'offre, surtout que la demande subit en même temps plusieurs effets dépressifs. Tout cela précipite la baisse des prix et accroît d'autant la valeur réelle des dettes : alors, plus les emprunteurs remboursent leur dettes, plus leurs dettes augmentent !

De surcroît, pour rembourser leurs dettes et pour se désendetter, les agents non financiers avec en tête les entreprises sont obligés de recourir aux marchés de fonds prétables sur lesquels l'aversion au risque élève les coûts et les ventes de détresse accélèrent la chute des cours. Enfin, « the last but not the least », la demande de crédit s'effondre et, de surcroît, la situation de crise conduit les banques à

L'EURO

adopter des stratégies de rationnement parce que le risque de défaut devient important : quand cette stratégie touche les entreprises, cela peut accroître excessivement les risques financiers des entreprises et les mener à la faillite...

Dans son édition du 3 juin 2014, le journal Le Monde décrit le « cercle infernal de la déflation » en 8 temps :

Baisse des prix -> hausse des taux d'intérêt réels -> difficulté à rembourser les dettes publiques et privées -> baisse des marges des entreprises -> réduction des salaires et de l'investissement -> chute de la consommation et de la production -> anticipant une nouvelle baisse des prix, ménages et entreprises reportent leurs achats et leurs investissements -> baisse des prix, etc...

Pour terminer sur la déflation, il n'est pas inutile de présenter *le cas exemplaire du Japon*, dans la mesure où il correspond au cauchemar actuel de dirigeants des pays occidentaux. En effet, suite à l'éclatement d'une bulle immobilière (due à un surendettement privé massif, encouragé par une politique monétaire trop accommodante), ce pays a connu deux décennies terribles de déflation (années 1990 et 2000) qui aboutissent en définitive à le déclasser sur la scène économique mondiale de manière peut-être irréversible alors qu'il a été au cours des deux décennies précédentes (années 1970 et 1980) montré en exemple tant pour ses performances macroéconomiques que pour les méthodes de gestion de ses entreprises (on parlait du « miracle japonais »). Malgré un nombre impressionnant de plans de relance, l'évolution de l'activité macroéconomique s'est presque constamment traduite par des baisses du PIB : par exemple, la récession a atteint 5,7% en 2009.

Résumons l'histoire de cette descente aux enfers.

Au cours des dernières années de la période se faste, la politique monétaire accommodante fait exploser la demande de crédits, ce qui alimente non seulement la demande de biens et services mais aussi –et surtout– la demande d'actifs immobiliers et financiers ; d'où le gonflement d'une double bulle, immobilière (les prix augmentent de 60 % pour la seule année 1999) et boursière (l'indice Nikkei grimpe de 26 000 points en trois ans), avec le jeu habituel des anticipations autoréalisatrices et de l'effet de richesse. Le plein emploi pousse à la hausse les coûts salariaux. Les prix des biens et services s'élèvent : l'inflation se développe, au sens traditionnel du terme. En réaction, la Banque centrale élève ses taux : c'est le début de la fin. En effet, comme le crédit devient plus cher, les achats spéculatifs sont stoppés et les agents économiques ont maintenant comme obsession le désendettement. Tout cela suffit amplement pour causer l'éclatement des deux bulles et donc à faire subir à l'économie un choc récessif de la demande. L'inflation commence à diminuer et les salaires également : ce sont les premiers signes du risque déflationniste. La Banque centrale réagit alors en baissant ses taux. Mais, comme les prix baissent plus vite que les taux, ceux-ci deviennent positifs en termes réels, ce qui conduit les agents à accentuer leur stratégie de désendettement et à repousser à plus tard leurs achats, ce qui restreint d'autant la demande globale, surtout que le taux de change, souvent poussé à la hausse, contrarie les exportations (à la fin des années 2000, le yen s'est apprécié en une seule année de 15% par rapport au dollar). Les pouvoirs publics ont alors réagi comme ils pouvaient. Mais la Banque centrale est coincée de deux façons : sa politique monétaire devient de plus en plus procyclique et en abaissant progressivement son taux directeur, celui-ci atteint 0% en 1999 : non seulement on est dans la trappe monétaire mais aussi la politique monétaire ne dispose plus de son principal levier. De leur côté, en multipliant les plans de relance, le gouvernement développe un endettement public de plus en plus important et comme c'est l'épargne domestique qui constitue le moyen de financement essentiel, celle-ci ne peut plus servir les entreprises. Par conséquent, les entreprises, qui sont comme ailleurs dans le monde soumises aux règles du capitalisme actionnarial, se trouvent contraintes de peser lourdement sur les salaires pour préserver profit et marge d'autofinancement. Les salaires nominaux vont subir des baisses drastiques tout au long de ces années. Et ce sont ces baisses qui vont être un facteur déflationniste majeur. C'est là où l'on comprend que la politique des entreprises a été suicidaire puisqu'elles lamaient le pouvoir d'achat de leurs consommateurs, essentiellement pour préserver un autofinancement qui ne leur était pas nécessaire, vu les circonstances (d'ailleurs, et cela a joué un rôle important dans la récession, il y a eu contraction de la demande d'investissement des entreprises alors que la demande de consommation des ménages a plutôt résisté). Le système productif japonais a été défait, avec une multiplication des faillites, et l'industrie japonaise a perdu des pans entiers qui étaient autrefois les

L'EURO

fleurons de sa puissance économique. Ces faillites vont conduire les entreprises à renforcer la baisse des leurs coûts, en commençant par les coûts salariaux, d'où l'accélération de la spirale déflationniste. On tire du cas japonais deux leçons, la seconde étant la conséquence de la première.

- 1) La baisse des salaires joue un rôle dramatiquement négatif dans l'évolution de la situation puisqu'elle annihile l'effet de toutes les mesures prises par la Banque centrale et par le gouvernement pour enrayer le cercle vicieux de la déflation. La baisse des salaires est pernicieuse car, sous prétexte de préserver les conditions d'offre, elle nuit à tout ce qui est entrepris pour relancer la demande. Surtout que cette demande est déjà découragée par l'effet-richesse négatif et par la stratégie de désendettement des agents. Or, à quoi bon soutenir l'offre si la demande n'est pas au rendez-vous ?
- 2) On conclut de la leçon précédente qu'une stratégie efficace pour ne pas entrer dans la spirale déflationniste ou pour la désamorcer si elle est enclenchée, c'est de faire en sorte que les salaires évoluent favorablement pour empêcher la demande de sombrer. Cela passe donc par une répartition des revenus orientée davantage en faveur des salariés.

Pour cela, il convient

- de combattre les délocalisations et de réindustrialiser (les emplois industriels sont en général mieux rémunérés que ceux des services),
- de développer les niveaux de qualification,
- d'avoir une politique fiscale qui modifie la structure des prélèvements en faveur du travail et des salaires et au détriment des revenus du capital et de l'épargne et qui soit plus redistributive pour favoriser les revenus qui sont dépensés,
- d'avoir une politique d'incitation à la baisse du niveau d'exigence des actionnaires en matière de rendement attendu, par le biais des participations qu'à l'État dans des entreprises,
- de libéraliser et de flexibiliser les marchés de biens et services qui sont souvent entre les mains de puissants oligopoles qui dégagent des rentes indues grâce à des prix rigides,
- d'encadrer les plans sociaux que les entreprises élaborent trop souvent au mépris de l'intérêt des salariés.

Toutes ces mesures ne présentent d'ailleurs pas seulement un intérêt économique en luttant contre le risque déflationniste mais aussi un intérêt social en luttant contre les inégalités et les injustices.

- Il est aussi important de distinguer parmi les facteurs d'inflation ceux que l'on peut qualifier d'objectifs, qui regroupent tous ceux évoqués ci-dessus, et ceux que l'on peut qualifier de subjectifs, qui correspondent à l'ensemble des anticipations inflationnistes que font les divers agents économiques. Il est en effet naturel que ceux-ci fassent des prévisions d'inflation quand ils prennent leurs décisions. Le niveau effectif de l'inflation dépend donc fortement de l'inflation anticipée. Ainsi, le niveau de l'inflation est influencé à la fois par les achats plus ou moins précipités que font les consommateurs qui prévoient l'accélération de l'inflation, par les revendications que les salariés expriment pour que des augmentations de salaires leur soient accordées quand ils craignent une baisse de leur pouvoir d'achat, par les hausses de prix que décident les entreprises pour compenser les hausses de leurs coûts de production qu'ils anticipent, et par la substitution d'actifs réels à des actifs financiers que font les épargnants qui redoutent une baisse de la valeur réelle de leur épargne financière. Si l'inflation est bien anticipée, les variables nominales (au premier rang desquelles se trouve le taux de salaire) augmentent au même rythme que l'inflation : les coûts de l'inflation sont alors limités. Par contre, si l'inflation n'est pas correctement anticipée, les coûts de l'inflation peuvent être lourds pour certains acteurs puisque l'inflation non anticipée génère des transferts de revenu (notamment entre patrons et salariés sur le marché du travail et entre prêteurs et emprunteurs sur le marché des capitaux).

Comme les anticipations constituent un facteur important pouvant être à l'origine des tensions inflationnistes, de leur diffusion et de leur amplification, il est crucial de les contenir au maximum en faisant d'elles un canal de transmission de la politique monétaire. Cela explique que la banque centrale ait intérêt à fixer un objectif clair de lutte contre l'inflation et à montrer sa détermination à le réaliser, de manière à avoir la crédibilité nécessaire. L'efficacité de la politique monétaire est aujourd'hui davantage une question d'ancrage des anticipations au niveau de référence de l'inflation que d'effets mécaniques des mesures prises. Le cas de la Buba montre qu'un cercle vertueux peut

L'EURO

s'enclencher : l'ancrage des anticipations dépend de la crédibilité dont jouit la Banque centrale et plus cet ancrage se confirme et plus il est facile pour la Banque centrale d'avoir une politique monétaire efficace, d'où le renforcement de sa crédibilité. En définitive, l'objectif de la BCE de lutte contre l'inflation revient à empêcher tout « désancrage » des anticipations inflationnistes.

• Pour finir, on peut reprendre la distinction souvent faite entre plusieurs types d'inflation selon le rythme d'accroissement du niveau général des prix. C'est ainsi que l'on peut distinguer l'inflation « rampante » quand le taux annuel d'inflation est inférieur à 5%, l'inflation « déclarée » quand le taux est compris entre 5% et 10%, l'inflation « galopante » quand le taux se situe entre 10% et 40% ou 50% et « l'hyper-inflation » quand le taux d'inflation se situe encore au-delà. À partir de ces indications, on comprend que la stagflation des années 1970 était marquée par une inflation « galopante » alors que la situation actuelle nous maintient dans le cadre d'une inflation « rampante ». Cela est si vrai que dans cette première décennie du XXI^e siècle le taux d'inflation a relativement peu augmenté alors que le prix de l'énergie a été multiplié par 3 et celui de nombreuses autres matières premières par 2, ce qui correspond à un choc similaire au premier choc pétrolier de 1973. De plus, s'il est vrai que la mondialisation est devenue à partir du milieu de 2007 plutôt inflationniste après avoir été désinflationniste, il est douteux que les pressions inflationnistes s'accroissent excessivement tant l'économie mondiale dispose pour plusieurs années encore d'une « armée de réserve » importante.

2) Remarques sur les missions de la Banque centrale.

- On a pris l'habitude de dire que la BCE a pour seule mission de défendre la stabilité des prix et que la Fed a à se préoccuper également de croissance économique et d'emploi. En réalité, d'une part, l'article 105 précité du traité de Maastricht n'est pas à ce point restrictif, et d'autre part, les présidents successifs de la Fed ont toujours affirmé que lutter contre l'inflation est le meilleur moyen d'assurer une croissance économique durable. Les positions des deux Banques centrales ne sont donc pas si éloignées, même si les fonctions de réaction de la BCE et de la Fed montrent qu'au niveau du partage des missions entre inflation et croissance un poids relatif un peu plus important est donné à l'inflation par la première que par la seconde.

La « fonction de réaction » d'une banque centrale est une équation censée décrire, et donc expliquer, et par conséquent aussi prédire la réaction de la Banque centrale considérée, en termes d'infexion du taux directeur, à l'évolution d'un certain nombre de variables qui seraient déterminantes dans sa prise de décision (la fonction de réaction est évidemment à mettre en relation avec la fonction-objectif et avec la fonction de perte évoquées plus haut). Les principales difficultés que soulève l'élaboration d'une telle fonction de réaction est d'une part le listage des variables à prendre en considération et d'autre part l'estimation des coefficients correspondant au poids de chacune d'elles dans le total. Les fonctions de réaction habituellement utilisées, et dont le meilleur exemple est la « règle de Taylor » présentée plus loin, privilégient deux cibles décisionnelles, la cible d'inflation et la cible de croissance. Mais d'autres variables peuvent y être adjointes, avec des poids plus ou moins importants : l'évolution de M3, celle du taux de change effectif, celle de la capitalisation boursière, celle de l'indice des prix des matières premières, ... et ces différents variables peuvent être introduites à la fois pour leurs valeurs courantes mais aussi pour leurs valeurs retardées d'une ou plusieurs périodes.

Non seulement les objectifs de la BCE et de la Fed ne sont pas fondamentalement différents, mais leurs façons de faire non plus, comme on le constatera quand on se posera la question de savoir si l'une est plus accommodante que l'autre. Un aspect les différencie par contre davantage : la Fed semble plus discrétionnaire que la BCE, comme le montre l'application faite de la règle de Taylor (voir plus loin).

- On vient de montrer que la lutte contre l'inflation n'est pas en réalité le seul objectif confié à la BCE. Réciproquement, pourrait-on dire, la défense de la stabilité des prix n'est pas de la seule responsabilité de la Banque centrale. Au cours de l'été 2008 qui voit s'aggraver la situation économique et monétaire de la zone euro, le commissaire européen en charge des affaires économiques et monétaires J. Almunia indique que « la BCE toute seule ne peut pas réussir à

combattre l'inflation. Les gouvernements devraient coopérer à cette lutte », et cela de quatre manières : en n'amplifiant pas le ralentissement économique, en n'augmentant pas les taxes ni les prix administrés, en évitant d'augmenter les hausses des salaires de la fonction publique et en améliorant la concurrence sur les marchés, spécialement dans les services.

- Si la stabilité des prix est la mission essentielle confiée aux Banques centrales, une gouvernance plus sûre de la globalisation financière rend de plus en plus impérative la prise en compte de l'objectif de stabilité financière. Certes, la stabilité des prix est a priori un facteur de stabilité financière (la finance est intimement liée à la valeur et à la stabilité de la monnaie et toute instabilité monétaire effrite la confiance), mais on peut soutenir aussi que la stabilité des prix peut favoriser au contraire l'instabilité financière à cause d'une prise de risques excessifs dans la mesure où une faible inflation peut donner une confiance exagérée en l'avenir et conduire à une certaine euphorie. Comme le souligne J.-S. Mésonnier (*Bulletin de la Banque de France* de février 2004), « certains auteurs ont suggéré la possibilité d'un "paradoxe de la crédibilité", selon lequel une politique monétaire crédible de lutte contre l'inflation peut contribuer à une fragilisation de la structure financière de l'économie. Marquée notamment par de fortes hausses des prix d'actifs (bulle immobilière et/ou boursière), cette fragilisation serait susceptible de déboucher à terme sur un retournement de dynamique des prix d'actifs, voire, si le niveau initial de l'inflation est suffisamment faible, une menace de déflation ». Cela étant, l'objectif de stabilité financière est plus délicat à définir et à réaliser que celui de la stabilité des prix, et cela pour au moins neuf raisons. Premièrement, parce que cet objectif renvoie à l'économie mondiale et non pas seulement à la zone euro. Deuxièmement, parce qu'il ne peut se laisser enfermer dans une simple norme chiffrée puisqu'il correspond à la situation où les relations entre les acteurs du système financier international sont saines et sans à-coups et que par conséquent il doit donner lieu à une appréhension multidimensionnelle. Troisièmement, parce qu'il nécessite d'agir sur plusieurs fronts : les réactions des marchés de capitaux, le comportement des institutions financières, le fonctionnement des systèmes de règlement (système Target pour l'Europe) et de règlement-livraison de titres. Quatrièmement, parce qu'il est difficile d'assigner plusieurs fonctions à un seul taux d'intérêt. Cinquièmement, parce qu'il est difficile d'anticiper une bulle et d'en contrôler le dégonflement. Sixièmement, parce que les banques centrales n'ont pas de mandat pour cela. Septièmement, comme ce n'est pas à la BCE mais à chaque BCN d'exercer le contrôle prudentiel sur les établissements de crédit qui dépendent d'elle, on se trouve dans la situation inconfortable, voire incohérente, où il y a une politique monétaire unique et autant de politiques prudentielles qu'il y a de BCN. Huitièmement, il n'y a pas encore consensus dans les opinions publiques pour que les banques centrales placent au premier rang de leurs priorités la lutte contre l'inflation financière. Neudièmement, on pourrait considérer comme paradoxal que la BCE ait comme objectif fort la stabilité financière dans la mesure où la mise en place de la zone euro réduit le risque de crise systémique puisqu'elle produit plusieurs facteurs de stabilité : l'introduction du système Target, une monnaie et une politique monétaire uniques, la disparition des crises de change et une plus grande discipline budgétaire. Il n'empêche que le développement au niveau européen de vastes marchés de capitaux et de puissants groupes bancaires fait obligation à l'Eurosystème d'être vigilant. De surcroît, les rapports Brouwer de 2000 et de 2001 considèrent que les dispositifs institutionnels de réglementation et de contrôle sont adaptés à une sauvegarde efficace de la stabilité financière, tout en recommandant le renforcement de certaines procédures, comme par exemple la coopération transfrontière dans la gestion des crises financières. Il n'empêche que des experts comme Garry J. Schinasi, du FMI, estiment que la contribution de la BCE au maintien de la stabilité financière est « mince » et qu'elle est bien plus faible que celles de la Fed et de la Banque d'Angleterre. Dans un entretien reproduit par la revue « Problèmes économiques » du 21/7/2004, cet expert dresse en quelque sorte trois trilogies utiles à reprendre ici pour mieux cerner la notion de stabilité financière.

La première trilogie concerne la définition même de la notion : « par stabilité financière, il faut entendre la capacité du système de

L'EURO

1) faciliter une répartition efficiente des ressources économiques - au sein de l'économie, entre les différents secteurs et dans le temps - ainsi que de fixer le prix des risques économiques et financiers et de les répartir ; 2) faciliter le déroulement efficace des autres processus économiques, tels que l'accumulation de richesse et la croissance économique, qui sont à la source de la prospérité sociale ; et 3) remplir les fonctions essentielles en réagissant aux chocs extérieurs ou à l'accumulation progressive de déséquilibres par le jeu de mécanismes autocorrecteurs ».

La deuxième trilogie énonce les raisons qui font comprendre que la stabilité financière s'inscrit dans un continuum : « Tout d'abord, les systèmes financiers sont dynamiques. Une situation considérée comme stable à un certain moment peut l'être plus ou moins à un autre moment, en fonction d'autres aspects dynamiques du système économique, tels que l'évolution technologique, politique et sociale. Ensuite, la stabilité financière s'accompagne de différentes configurations en ce qui concerne la solidité des institutions financières, la situation des marchés financiers, et l'efficacité des diverses composantes de l'infrastructure financière. Enfin, elle dépend de la confiance des participants dans le système financier et les infrastructures sur lesquelles il repose, telles que le cadre légal ».

La troisième trilogie hiérarchise les problèmes qui peuvent affecter la stabilité financière : « les problèmes qui concernent une seule institution ou un seul marché et qui, par conséquent, n'auront probablement pas de conséquences pour l'ensemble du système bancaire ou financier ; les problèmes qui concernent plusieurs institutions relativement importantes et actives sur le marché, avec un risque non négligeable de contagion d'un sous-groupe d'institutions et de marchés ; les problèmes qui ont toutes les chances de s'étendre à des institutions financières nombreuses et diverses, sur des marchés de gestion des liquidités qui, en général, sont indépendants les uns des autres, tels que le marché à terme, le marché interbancaire, voire le marché des actions ».

- Suite à la remarque précédente, il est intéressant de distinguer la politique monétaire et la politique bancaire, la première visant essentiellement la stabilité des prix et la seconde s'intéressant en priorité à la stabilité financière. Il est clair que la BCE est l'unique et entière responsable de la politique monétaire. La politique bancaire est plus difficile à circonscrire, surtout qu'elle présente deux dimensions, microprudentielle et macroprudentielle : la réglementation est microprudentielle et la supervision est macroprudentielle.

Dans la zone euro, la réglementation, microprudentielle, présente la caractéristique d'être harmonisée, avec une reconnaissance mutuelle des réglementations nationales qui ne sont pas harmonisées, tandis que la supervision, macroprudentielle, est du ressort des autorités monétaires nationales, avec une coopération entre les autorités nationales.

La réglementation fait depuis 1977 l'objet d'un grand nombre de directives européennes successives, dont la dernière en date est celle de juin 2006, qui concerne l'accès à l'activité des établissements de crédit ainsi que les modalités d'exercice de cette activité, en conformité avec le nouveau ratio McDonough (accord de Bâle II). Comme ce nouvel accord international, cette directive comporte trois piliers : elle prévoit un calcul plus rigoureux des exigences minimales en fonds propres, une surveillance prudentielle par les autorités de contrôle et de régulation, et des incitations à respecter la discipline de marché en exigeant en particulier beaucoup de transparence.

La supervision dépend des banques centrales et autorités nationales, le SEBC devant se contenter selon l'art. 105.5, de « contribuer à la bonne conduite des politiques menées par les autorités compétentes en ce qui concerne le contrôle prudentiel des établissements de crédit et la stabilité financière ». Notons qu'en fonction de ce principe, les questions prudentielles qui concernent des agences ou des succursales installées à l'étranger relèvent du pays d'origine tandis que les questions qui concernent des filiales relèvent du pays d'accueil. Il est alors facile d'imaginer que peuvent naître des conflits d'intérêts entre pays. C'est pourquoi une coopération est indispensable : elle est assurée à la fois un Comité bancaire européen pour la réglementation (qui, dirigé par la Commission, se réunit 3 fois par an pour conseiller sur les questions relatives aux activités bancaires) et surtout un Comité européen des contrôleurs bancaires pour le contrôle – le CESB- qui conseille la Commission sur les mesures à prendre dans le domaine des activités bancaires, qui contribue à la mise en œuvre des directives européennes et à la convergence des pratiques des autorités nationales de contrôle, et qui est chargé aussi d'améliorer la coopération en matière de contrôle prudentiel.

L'EURO

On se rend donc compte qu'il n'existe pas officiellement de superviseur européen unique ni a fortiori de PDR européen unique. La crise financière des années 2007-2008 montre cependant que, de fait, la BCE peut se sentir obligée de jouer ce rôle. D'ailleurs, dans une interview donnée début janvier 2009 à un magazine allemand, le Vice-Président de la BCE Lucas Papademos souhaite que soit mis en place un encadrement plus étroit et plus « spécifiquement européen » des grandes institutions financières de la zone euro. Pour lui, confier à la BCE la supervision du secteur bancaire serait plus efficace et moins coûteux. De fait, la crise des subprimes, qui s'est prolongée par une crise des dettes souveraines, spécialement en Europe (crise grecque), fait de la BCE un vrai PDR non seulement pour le système bancaire mais aussi pour les États, ce qui impose une révision des statuts de la BCE.

- L'article 105-2 du Traité définit ainsi les missions du SEBC :
« Les missions fondamentales relevant du SEBC consistent à :
 - . définir et mettre en œuvre la politique monétaire de la Communauté,
 - . conduire les opérations de change conformément à l'article 111,
 - . détenir et gérer les réserves officielles de change des États membres,
 - . promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement ».

Mais cette seconde partie de l'art. 105 ne donne aucune indication sur la manière dont le SEBC peut réaliser le soutien qu'il doit apporter aux « politiques économiques générales dans la communauté », ce que prévoit pourtant la première partie citée plus haut. Comment le SEBC peut-il connaître officiellement le contenu de ces politiques ? Quel type de soutien doit-il apporter et comment doit-il s'y prendre ? On peut penser que l'Eurogroupe est le seul organisme par lequel des réponses peuvent être données à ces questions. Mais quid des désaccords possibles entre l'Eurogroupe et la BCE sur les objectifs et/ou sur les moyens ?

- La mondialisation de l'inflation devrait avoir deux conséquences importantes. D'abord, les banquiers centraux devraient donner de plus en plus d'importance à l'inflation mondiale par rapport à l'inflation strictement nationale et donc coopérer, d'autant plus que l'inflation mondiale est due pour l'essentiel à un excès de liquidités à l'échelle de la planète. Ensuite, quand il y a conflit d'objectifs entre la politique monétaire anti-inflationniste et la politique de change et que l'inflation est due pour l'essentiel à des facteurs exogènes sur lesquels, par définition, la Banque centrale n'a pas de prises, le choix devrait plutôt se porter sur le niveau du taux de change, surtout quand celui-ci présente plus d'inconvénients que d'avantages. Bien que nous soyons dans un système de changes flottants qui, en théorie, dispense la Banque centrale de se préoccuper du change, la BCE se trouve confrontée à un dilemme lors du premier semestre 2008 : la montée de l'inflation la pousse normalement à éléver ses taux directeurs, alors que la forte appréciation de l'euro, qui exacerbe les problèmes de compétitivité et donc de croissance, l'incite à les baisser.

§3) LES MOYENS DE LA POLITIQUE MONETAIRE

A- *Le système d'information de la BCE :* *les deux piliers de la politique monétaire.*

Suite au communiqué de presse de la BCE du 8 mai 2003, il semble possible de distinguer deux périodes un peu différentes, avant et après cette date.

-1- Avant mai 2003

Pour atteindre son objectif de stabilité des prix et prendre ses décisions en conséquence, la BCE a besoin d'un système d'informations le plus complet possible ; elle se fonde en particulier sur deux séries d'indicateurs :

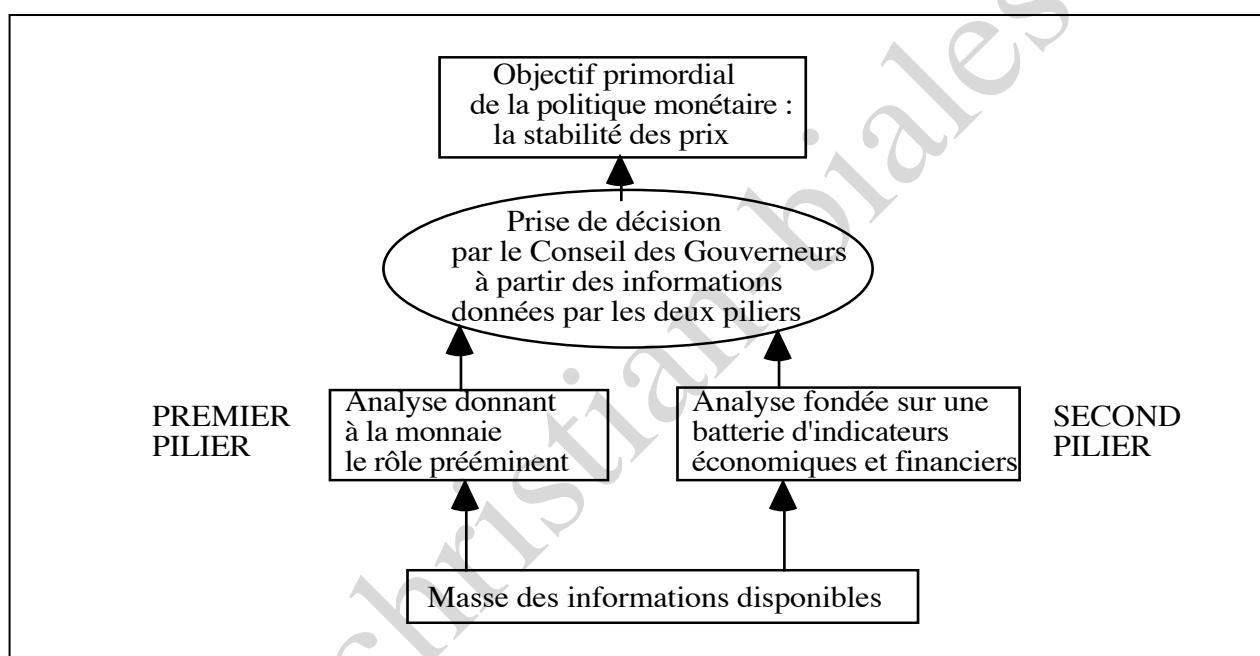
- Le premier pilier fournit des informations essentiellement de type monétaire, avec au premier rang d'entre elles l'agrégat monétaire M3 pour apprécier plus particulièrement l'évolution du financement du secteur privé qu'apporte le système bancaire. L'analyse monétaire que fait la BCE se fonde sur deux idées fortes : 1) les tendances de long terme des prix sont directement liées aux

L'EURO

mouvements à long terme de la masse monétaire ; 2) les agrégats de monnaie sont de bons indicateurs « avancés » en ce sens qu'ils prédisent bien de l'évolution probable des prix.

- Le second pilier regroupe plusieurs signaux économiques et financiers qui peuvent annoncer des tensions inflationnistes. L'analyse économique de la BCE fait ainsi intervenir plusieurs indicateurs de prix et de coûts, les taux de salaires, les taux de change et la balance des paiements, les informations sur les marchés financiers, les cours des obligations, les courbes des rendements, diverses mesures de l'activité (la production globale et la demande globale, avec leurs composantes, l'« output gap » qui est la différence entre la croissance effective et la croissance potentielle, et qui constitue par conséquent un bon indicateur du risque de tensions inflationnistes), la politique budgétaire, des enquêtes auprès des consommateurs et des entreprises, les structures des bilans des différents secteurs d'activité.

La double analyse que fait la BCE, monétaire et économique, est concrétisée par les statistiques disponibles depuis la création de la BCE qui montrent une nette corrélation entre d'une part l'évolution du principal taux directeur de la BCE et d'autre part les évolutions à la fois de l'écart entre niveau d'inflation et cible d'inflation et de l'écart entre croissance effective et croissance potentielle (l'output gap).



Plusieurs remarques sont à faire sur le système d'information de l'Eurosystème :

- Les deux piliers se veulent être un ensemble d'informations que combinent les instances décisionnelles et non deux sous-ensembles auxquels correspondent des objectifs particuliers. Cela signifie plus précisément qu'il n'y a pas d'un côté une cible monétaire (évolution de M3 en l'occurrence) et de l'autre une cible d'inflation, mais bel et bien un seul objectif : la stabilité des prix. De cette première remarque découlent les trois suivantes.

- Dire que les deux piliers forment un tout montre que l'Eurosystème veut utiliser les différents modèles dont le but est d'expliquer le phénomène inflationniste, ceux qui le considèrent comme d'essence purement monétaire et ceux qui font intervenir d'autres perturbations économiques que la croissance monétaire dans la genèse de l'inflation. Plus précisément, les modèles focalisés sur la croissance monétaire s'intéressent à l'évolution des prix sur le moyen terme tandis que ceux prenant en compte diverses variables économiques et financières, pour tenir compte en particulier des possibles tensions entre l'offre et la demande ou sur les coûts, s'attachent aux mouvements de prix à court terme.

- Il n'empêche que dans le système d'information de l'Eurosystème la monnaie joue le rôle principal parce que non seulement elle concerne le premier pilier mais que de surcroît le premier

L'EURO

pilier est tout entier consacré à la croissance monétaire au travers de l'annonce d'une valeur de référence pour l'agréagat M3 : cela prouve que pour l'Eurosystème l'inflation est non seulement un symptôme monétaire mais également un phénomène où la monnaie joue un rôle moteur. Cette position rappelle forcément celle de l'école monétariste.

- Non seulement de nombreux économistes dénoncent la théorie sous-jacente de la stratégie monétaire de l'Eurosystème mais plusieurs experts critiquent la pertinence du système d'information que celui-ci utilise, en montrant le caractère inapproprié des deux piliers.

-2- Après mai 2003.

Tout en affirmant que la stratégie menée par elle depuis sa création a fonctionné de manière satisfaisante et en confirmant que "ses décisions de politique monétaire continueront à être fondées sur une analyse détaillée des risques pesant sur la stabilité des prix", le Conseil des gouverneurs définit le 8 mai 2003 une nouvelle structure de son système d'information. "Elle commencera par l'analyse économique menée pour déterminer les risques à court et moyen termes pesant sur la stabilité des prix. Comme par le passé, elle comprendra une analyse des chocs affectant l'économie de la zone euro et des projections des variables macroéconomiques clés. Elle sera suivie de l'analyse monétaire conduite pour apprécier les tendances à moyen et long termes de l'inflation eu égard à la relation étroite existant entre la monnaie et les prix sur longues périodes. Comme précédemment, l'analyse monétaire prendra en compte l'évolution d'une large gamme d'indicateurs monétaires, comprenant notamment M3, ses composantes et ses contreparties, en particulier le crédit, ainsi que diverses mesures de l'excédent de liquidité".

Les "deux piliers" sont donc toujours à la base de la politique monétaire européenne mais l'ordre de priorité en est inversé et leur rôles respectifs modifiés. Le pilier monétaire passe dorénavant en seconde position et seules ses implications à plus long terme seront prises en compte ; alors que le pilier économique devient prioritaire pour le moyen terme. Quand la BCE présente aujourd'hui ses procédures de politique monétaire, elle évoque d'abord son analyse économique puis en second lieu son analyse monétaire. La BCE prendrait-elle donc ses distances avec l'orthodoxie monétariste et deviendrait-elle plus sensible à l'évolution macroéconomique générale, en particulier à la croissance ? On peut se demander si cette petite révolution dans les conceptions affichées des responsables de la BCE n'entérine pas en réalité une situation de fait. Car la politique monétaire que mène la BCE lors de ces premières années de la décennie 2000 ne parvient pas, malgré sa prétendue dureté que dénoncent de nombreux observateurs, à faire passer l'inflation moyenne de la zone euro en dessous de la norme des 2 % et à maîtriser efficacement la progression de la masse monétaire ; ce qui n'empêche pas la BCE de baisser à plusieurs reprises ses taux. On peut alors aller jusqu'à considérer, à l'encontre des idées généralement admises, que le policy mix européen est en réalité une combinaison d'une politique monétaire plutôt accommodante et de politiques budgétaires plutôt restrictives (le policy mix serait donc de type croisé et non pas convergent). Dans Les Enjeux de décembre 2005, P. Artus estime que les politiques monétaires en général, aussi bien celle de la zone euro que celles des États-Unis ou du Royaume-Uni, sont très stimulantes ; d'où un fort soutien de la demande, un encouragement à l'endettement, une élévation du prix des actifs spéculatifs, et au final une inquiétante progression de la liquidité mondiale (le ratio liquidité / PIB mondial s'est accru dans de très fortes proportions). P. Artus fait un diagnostic et un pronostic plutôt pessimistes : pour certains, la bonne performance économique mondiale que l'on connaît en ce début de 21^{ème} siècle, en dépit d'une accumulation de dangers divers (la crise des pays émergents, les crises financières, les scandales financiers, les chocs pétroliers, ...) s'explique par « une plus grande capacité de résistance des agents économiques aux chocs économiques (une profitabilité des banques et des entreprises plus élevée), à la plus grande flexibilité des prix d'équilibre des marchés (...) ou encore à la plus grande réactivité des politiques économiques. Même si ces facteurs ont joué leur rôle, l'essentiel de la résistance aux crises vient de ce que les politiques économiques menées ont repoussé dans le temps la résolution des problèmes ».

Remarques :

L'EURO

1) La phase d'augmentation des taux tout au long de l'année 2006 semble indiquer une sorte de retour en force du pilier monétaire dans la prise de décision de la BCE. D'ailleurs, les déclarations faites par son président en novembre 2006 le montrent bien, en particulier celle du 9 au Financial Times. Ce qui peut alors apparaître comme un revirement en inquiète plus d'un : voir notamment l'article de Patrick Artus dans Le Monde du 18 novembre 2006.

2) Pourtant, la fiabilité des agrégats monétaires est souvent mise en cause. Avant même la mise en place de la zone euro, la Banque de France avait été amenée à réformer ses agrégats monétaires à plusieurs reprises : 1984 puis 1986 à cause de l'explosion des innovations financières et de la mutation de l'économie financière française à cette époque, puis encore en 1994, avec une nouvelle classification des OPCVM et l'introduction d'agrégats de placement. Aujourd'hui, les 5D évoqués plus haut, la globalisation financière, les chocs de productivité, les vagues successives d'innovations financières, sont autant de facteurs qui déconnectent les tensions inflationnistes des agrégats monétaires. De plus, l'utilisation des agrégats monétaires pour guider la politique monétaire suppose que la vitesse de circulation de la monnaie soit stable. Or, celle-ci connaît une diminution nette et régulière depuis l'introduction de l'euro fiduciaire : la BCE devrait donc modifier la valeur de référence pour la progression annuelle de M3 fixée au départ à 4,5%.

Enfin, si la Banque centrale doit suivre avec attention l'évolution d'agrégats, c'est peut-être celle des agrégats de crédit et d'endettement, comme l'EIT, que celle des agrégats de monnaie à proprement parler. En tout cas, c'est la leçon que semble donner la crise des années 2007-2008.

3) Dans une étude publiée le 7 décembre 2004, le Centre britannique de recherche sur la politique économique (CEPR) montre que depuis le début de son existence la BCE attache beaucoup d'importance dans son processus décisionnel aux indicateurs de confiance et aux mesures de sentiment économique. En effet, ces mesures « sont fréquemment rapportées dans les discussions du conseil des gouverneurs et dans les éditoriaux des bulletins mensuels, et sont plus souvent significatives que beaucoup d'autres mesures de l'activité économique réelle ».

4) Lorsque la politique monétaire est évaluée par l'indice de conditions monétaires (voir plus loin) qui synthétise les actions sur l'activité économique non seulement du taux d'intérêt mais aussi du taux de change, la zone euro connaît actuellement plutôt une phase de restriction monétaire, en même temps qu'une expansion budgétaire, c'est-à-dire un policy mix divergent ; alors que les États-Unis auraient au contraire un policy mix convergent dans un sens expansif (notons qu'ils avaient mené auparavant des politiques mixtes croisées : au début des années 1980 avec le couple politique budgétaire expansive (Reagan) / politique monétaire restrictive (Volcker), et à la fin des années 1990 avec le couple inverse politique budgétaire restrictive (Clinton) / politique monétaire expansive (Greenspan)).

5) Une étude économétrique, faite début 2007 pour Natixis par P. Artus et M. Kaabi, montre que, depuis sa création, la BCE fonde sa stratégie monétaire sur l'inflation anticipée dans la zone euro, sur la manière dont cette zone se positionne dans le cycle économique, sur le taux de change euro-dollar, sur l'évolution des prix dans l'immobilier et sur l'évolution de l'économie allemande ; par contre, les agrégats monétaires (M0 et M3), ainsi que la politique monétaire américaine ne joueraient pas un rôle significatif.

B- La panoplie des instruments de la politique monétaire européenne.

-1- Le cadre général.

Les banques commerciales ont besoin de la monnaie qu'émet la banque centrale : c'est leur « besoin de refinancement » expliqué un peu plus loin. C'est, pour dire les choses autrement, leur besoin de liquidité. Mais si ce besoin est ressenti par tout agent économique, pour chaque banque commerciale, qui est par définition créatrice de sa propre monnaie, il s'agit du besoin spécifique en cette monnaie suprême dont la Banque centrale a le privilège d'émission : la Banque centrale a le monopole de l'offre de « monnaie centrale » (la « monnaie de la Banque centrale » se compose d'une part des billets mis en circulation dans le public et d'autre part de cette « monnaie centrale » qui est par définition l'ensemble des avoirs des banques commerciales en monnaie de la Banque centrale).

Tous les moyens dont dispose la Banque centrale pour agir sur la création monétaire des banques commerciales consistent à utiliser d'une manière ou d'une autre les pouvoirs que lui confère son monopole de production de la monnaie centrale. La régulation de la masse monétaire passe alors par la gestion de la liquidité bancaire.

De manière plus générale encore, les banques centrales peuvent réaliser deux types d'intervention pour réguler la création monétaire des banques commerciales :



Note : RO = réserves obligatoires ; BM = base monétaire.

On parle de « politique des taux » quand la Banque centrale agit sur le prix de sa monnaie et de « politique de la base monétaire » quand elle agit sur la quantité de sa monnaie.

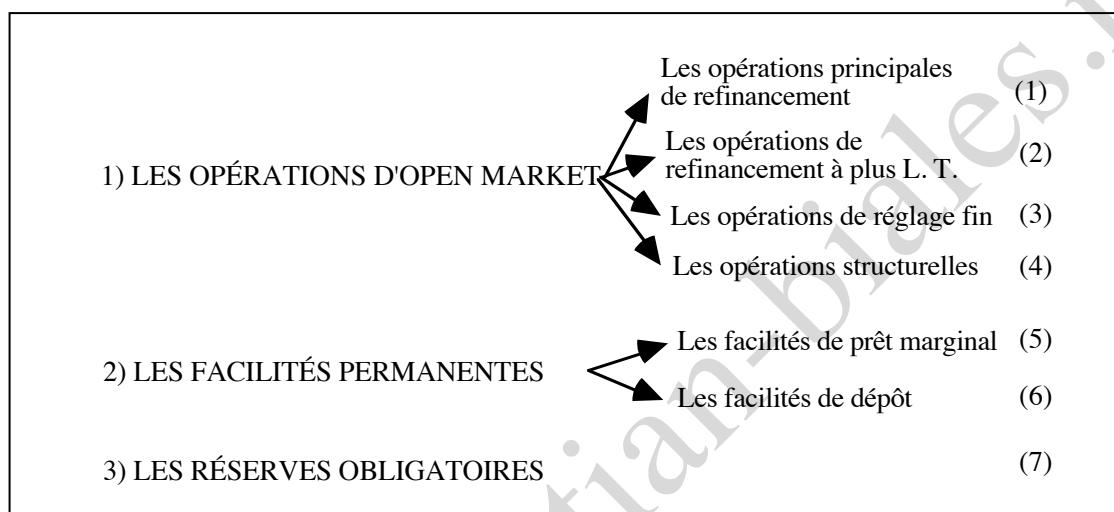
L'efficacité des modalités d'intervention de la Banque centrale dépend de nombreux facteurs, à commencer par la nature de l'offre de monnaie. Si l'offre de monnaie est plutôt exogène (logique du multiplicateur de crédit ; cas essentiellement des économies financières de marchés de capitaux), le pouvoir de la Banque centrale est fort et les actions sur la liquidité bancaire sont efficaces. Si par contre l'offre de monnaie est plutôt endogène (logique du diviseur de crédit ; cas essentiellement des économies financières d'endettement –endettement des agents non financiers à l'égard des agents financiers et endettement des banques commerciales à l'égard de la Banque centrale), les actions les plus efficaces sont plutôt celles qui agissent sur la distribution des crédits. Par ailleurs, il n'est pas concevable de pratiquer une politique des taux si l'on est dans une économie très administrée où les taux ne sont pas de vrais prix des capitaux, ce qui a été le cas en France jusqu'au milieu des années 1980.

Le besoin de refinancement d'une banque commerciale, c'est-à-dire celui de s'approvisionner en monnaie centrale, s'explique par la nécessité de colmater les fuites que subit son circuit monétaire, fuites « naturelles » dues aux comportements de sa clientèle (demande de billets, demande de devises, règlements interbancaires résultant du processus de compensation, opérations avec le Trésor public) et fuites « artificielles » imposées par le système des réserves obligatoires. En langage plus académique, les fuites « naturelles » constituent ce que l'on appelle « les facteurs autonomes de la liquidité bancaire » et les fuites « artificielles » sont de type institutionnel.

-2- Le cadre opérationnel de la politique monétaire de la BCE

Le cadre opérationnel tel qu'il est précisé dans le rapport publié par la BCE le 18 septembre 1998 et qu'il est adopté lors du Conseil des gouverneurs du 3 décembre, regroupe les différents instruments et procédures que le SEBC peut mettre en œuvre pour atteindre les objectifs de la politique monétaire unique fixés par le Conseil des gouverneurs de la BCE. Cette mise en œuvre doit répondre à un certain nombre de principes : décentralisation et harmonisation entre les BCN, conformité aux principes de marché, égalité de traitement, simplicité et recherche du meilleur rapport coût-efficacité.

La panoplie des instruments de la politique monétaire unique comporte sept instruments que l'on peut ranger en trois catégories (on peut consulter avec profit la note d'information de la Banque de France n° 131 de février 2006) :



C- La politique de refinancement et le système des réserves obligatoires.

-1- La politique de refinancement.

Les opérations d'open market et les facilités permanentes ont trois finalités :

- gérer la liquidité bancaire ;
- piloter les taux d'intérêt et encadrer le taux d'intérêt au jour le jour ;
- servir de signal quant à l'orientation de la politique monétaire.

L'ensemble des opérations concerne les "contreparties", c'est-à-dire tous les établissements de crédit assujettis par ailleurs aux réserves obligatoires, dont la situation financière est suffisamment saine pour accéder à ces opérations, et qui satisfont à des conditions précises de nature opérationnelle et prudentielle.

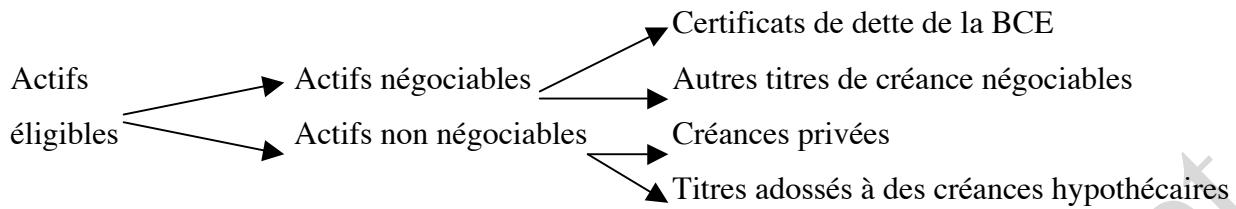
(1) Les opérations principales d'open market sont à l'initiative du SEBC et hebdomadaires (le mardi). Elles se font selon la procédure des appels d'offres et au moyen d'opérations de cession temporaire, c'est-à-dire de prises en pension (il s'agit donc d'un open market au sens large et non au sens étroit comme cela est pratiqué aux États-Unis puisque la Fed procède à des achats et ventes fermes de titres).

L'expression « appels d'offres » signifie que, pour répondre aux besoins en monnaie centrale des banques commerciales, la banque centrale leur lance un appel d'offres, c'est-à-dire exige d'elles qu'elles lui offrent des titres en contrepartie de la monnaie centrale qu'elles recherchent. Bien sûr, ces titres doivent être « éligibles » comme cela est expliqué plus loin.

L'EURO

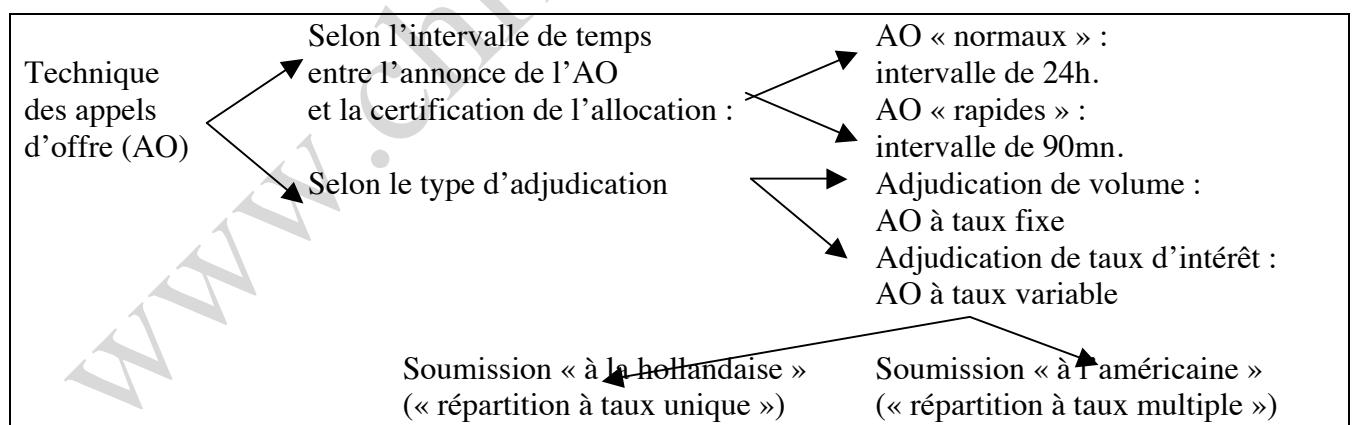
Une « prise en pension » consiste en le transfert de la propriété d'un actif à la Banque centrale qui est le créancier, en sachant que les parties (la Banque centrale et l'établissement bancaire-contreperte) acceptent de dénouer l'opération par une rétrocéSSION à une date ultérieure de cet actif à l'établissement bancaire-contreperte, qui est le débiteur.

Pour qu'un actif soit admis en garantie, il doit être « éligible » aux opérations de refinancement.



Les actifs éligibles, c'est-à-dire ceux que les contreparties peuvent présenter en garantie pour leur refinancement auprès de la Banque centrale, ne font l'objet d'une liste que dans le cas des actifs négociables. Cette liste est établie, mise à jour et publiée quotidiennement par la BCE. On y trouve bien sûr, outre les certificats de dette émis par la BCE qui sont éligibles d'office, les effets publics, les billets de trésorerie (papier commercial) et les certificats de dépôt ; mais aussi les effets de commerce et les prêts bancaires.

L'éligibilité d'un actif ne dépend pas seulement de sa nature ; il faut aussi que la qualité de signature soit élevée (le degré de cette qualité de signature est apprécié au moyen d'un dispositif d'évaluation du crédit de l'Eurosystème : l'ECAF). Cela est particulièrement vrai pour les actifs non négociables. Pour accroître la transparence des opérations et se protéger davantage des risques qu'il court lors des opérations de refinancement, l'Eurosystème a voulu harmoniser les critères d'éligibilité et a donc mis au point une liste unique de ces critères d'éligibilité entrée en vigueur le 1/1/2007. Cela rend donc caduque la distinction faite depuis le début de l'existence de la zone euro entre deux catégories d'actifs mobilisables (les « actifs de niveau 1 » qui sont des actifs négociables qui satisfont à des critères d'éligibilité que la BCE définit pour toute la zone euro ; et d'autre part, les « actifs de niveau 2 » qui sont des actifs complémentaires, négociables ou non, qui, tout en répondant à des critères approuvés par la BCE, ont des caractéristiques plus spécifiquement nationales).



L'article 18 du Traité de Maastricht qui régit les statuts de la BCE stipule que celle-ci peut « conduire des opérations avec des établissements de crédit dans la mesure où les prêts sont basés sur des garanties adéquates ». Et c'est la BCE elle-même, lors de sa création, qui a précisé que ces « garanties adéquates » doivent correspondre à des actifs notés au moins A-. Cette précision mettra la BCE en grande difficulté lors des crises de dette souveraine que connaîtront les « PIGS » après 2008.

Les opérations principales de refinancement se font selon la procédure des appels d'offres « normaux ». Mais cette procédure est employée de deux manières différentes selon les périodes. Au début, les appels d'offre sont à taux fixe (adjudications de volume). À partir de fin juin 2000, le taux des prises en pension est variable (adjudications de taux d'intérêt) et il est déterminé par enchères

L'EURO

(selon la procédure d'adjudication à l'américaine où la liquidité est servie au taux pour lequel l'offre a été présentée, par opposition à la procédure d'adjudication à la hollandaise où la liquidité est servie au taux marginal, indépendamment du taux de soumission). Et à cause de la crise des subprimes, on revient en octobre 2008 aux appels d'offre à taux fixe.

Normalement, le Conseil des gouverneurs de la BCE annonce une fois par mois le taux de soumission minimal, le refi qui est le taux directeur principal : la BCE ne fournit donc pas de liquidités aux banques à un taux inférieur. Les appels d'offre lancés aux banques sont hebdomadaires. Les offres des banques, indiquant le volume souhaité de monnaie centrale et le taux d'intérêt accepté, sont déposées auprès de la BCN dont elles dépendent. Puis, les offres sont collectées du lundi après-midi au mardi matin et examinées par le « Comité des liquidités » qui soumet une proposition au Directoire de la Banque : celui-ci décide alors du montant de monnaie centrale à fournir. Les banques sont servies par ordre décroissant des taux d'intérêt proposés jusqu'à l'épuisement du montant total de liquidités à adjuger. Par conséquent, les banques qui n'ont pas totalement satisfaction doivent trouver le complément de monnaie centrale en l'empruntant sur le marché monétaire. Notons que pour chaque appel d'offre, on peut déterminer le taux moyen de refinancement en fonction des montants offerts et demandés. Alors qu'au début, les prises en pension portaient sur deux semaines, elles ne durent qu'une semaine depuis mars 2004.

(2) « Les opérations de refinancement à plus long terme », dont le but est de fournir aux contreparties un complément de refinancement, et ce pour une plus longue période que les « opérations principales », ont une périodicité seulement mensuelle et se font sur appels d'offres normaux, avec prises en pension, pour une durée de 3 mois.

En régime de croisière, le volume global des refinancements assurés dans la zone euro se partage grossièrement en 3/4 d'opérations principales et 1/4 d'opérations à plus long terme.

Tout au long de la crise des subprimes de 2007-2008, pour normaliser le marché monétaire dans toute la mesure du possible, vu que les banques refusent de se prêter entre elles, toutes les procédures de refinancement sont utilisées par la BCE, y compris des opérations de refinancement à plus long terme exceptionnelles, en ce sens qu'elles complètent les procédures mensuelles habituelles. On peut même dire qu'à partir de la faillite de Lehman Brothers les opérations de refinancement à long terme jouent un rôle beaucoup plus important dans l'apport de liquidités que les opérations principales (environ 10 fois plus au début de 2010).

(3) Les opérations de réglage fin, par définition non régulières dans leur fréquence, sont limitées à un cercle restreint de contreparties correspondant en quelque sorte au réseau français des opérateurs principaux du marché, les "OPM". Ces opérations, qui peuvent être des opérations aussi bien d'apport que de retrait de liquidité, ont pour finalité de gérer le plus précisément possible le volume de liquidités du marché et le niveau des taux d'intérêt. Quand il s'agit d'opérations d'apport, elles sont réalisées soit au moyen d'appels d'offres « rapides » pour des prises en pension à durée non standardisée, soit par des procédures bilatérales quand elles se font par achats fermes, soit encore par des procédures également bilatérales mais en effectuant des swaps de change. Un swap de change consiste pour la BCE à vendre au comptant de l'euro contre une devise et, simultanément, à le racheter à terme à une date pré-déterminée.

Notons que cette procédure de réglage fin est utilisée par la BCE lors de la crise de subprimes pour apporter au marché monétaire des liquidités supplémentaires.

(4) Les opérations structurelles ont pour but, comme leur nom l'indique, de modifier la structure d'endettement du système bancaire de second rang de la zone euro par rapport à la BCE. Quand il s'agit d'apporter au marché de la liquidité, la BCE procède par opérations d'achats ferme ou par opérations de cession temporaire et quand il s'agit de faire un retrait de liquidité, la BCE réalise des ventes fermes ou émet des certificats de dette, inscrits en compte, et négociables. Depuis la mise en place de l'eurosystème, ces opérations n'ont pas été employées.

(5) et (6) Les facilités permanentes, qui permettent de régler la liquidité bancaire entre deux appels d'offre, sont à la discrétion des contreparties ; elles sont à accès inconditionnel, disponibles à tout moment, d'où leur nom. Les taux de ces facilités permanentes constituent les 2^{ème} et 3^{ème} taux directeurs de la BCE. Les facilités de prêt marginal, dont le taux constitue le taux directeur plafond, rappellent d'une certaine façon la procédure du réescompte.

L'EURO

La politique de refinancement des banques commerciales est fixée par la BCE : la politique de taux d'intérêt est définie par le Conseil des gouverneurs, le premier jeudi de chaque mois, lesquels gouverneurs doivent se déterminer en toute indépendance en fonction de la situation de la zone euro tout entière ; ils ne sont donc pas les mandataires de leur propre pays (en France, le gouverneur réunit cependant le Conseil de la politique monétaire de la Banque de France la veille de chaque tenue du Conseil à Francfort ; mais il est à noter que fin 2006 le Conseil de la politique monétaire est remplacé par le « Comité monétaire », rattaché au Conseil général de la Banque). Comme le Conseil des gouverneurs fonctionne avec une culture du consensus, la politique monétaire qu'il décide est marquée d'une relative stabilité (certains parleraient peut-être de manque de réactivité...). La mise en œuvre des procédures est déconcentrée : chaque banque centrale nationale fournit la liquidité aux banques commerciales de son pays.

Remarques :

- 1) Le Conseil des gouverneurs tient chaque mois deux réunions, l'une consacrée à la politique monétaire comme il vient d'être dit, l'autre aux autres questions qui sont de sa responsabilité.
- 2) À la fin du mois de mai 2014, la BCE envisage de tenir sa réunion sur la politique monétaire non plus chaque mois mais toutes les six semaines seulement comme le fait la Fed. L'objectif est de donner encore plus de poids au contenu de la conférence de presse qui suit traditionnellement cette réunion.

Le 22/12/1998, la BCE fixe le niveau de ses taux pour 1999. Le taux des opérations principales de refinancement - le "Refi" est fixé à 3%. Les taux concernant les facilités permanentes, qui sont les taux directeurs du marché monétaire en euro, sont fixés à 2% pour le taux plancher (taux de la facilité de dépôt - deposit facility) et à 4,5% pour le taux plafond (taux de la facilité de prêt marginal - marginal lending facility). Sauf pour la période des trois premières semaines de 1999 pour laquelle il semble prudent de fixer un couloir plus étroit compris entre 2,75% et 3,25%, les taux plancher et plafond sont à -1% et à +1% du Refi. L'exception reprend ses droits à l'occasion de la crise des subprimes : à partir d'octobre 2008, le taux plancher est 1/2 point sous le Refi et le taux plafond est 192 au-dessus. Le taux au jour le jour évolue dans un corridor délimité par ces deux taux (la mesure la plus courante du taux au jour le jour est l'EONIA, -Euro OverNight Index Average-, moyenne des taux rapportés quotidiennement par une cinquantaine d'établissements de crédit de la zone euro).

L'EURO

L'évolution des taux directeurs de la BCE est la suivante depuis le 1/1/1999 :

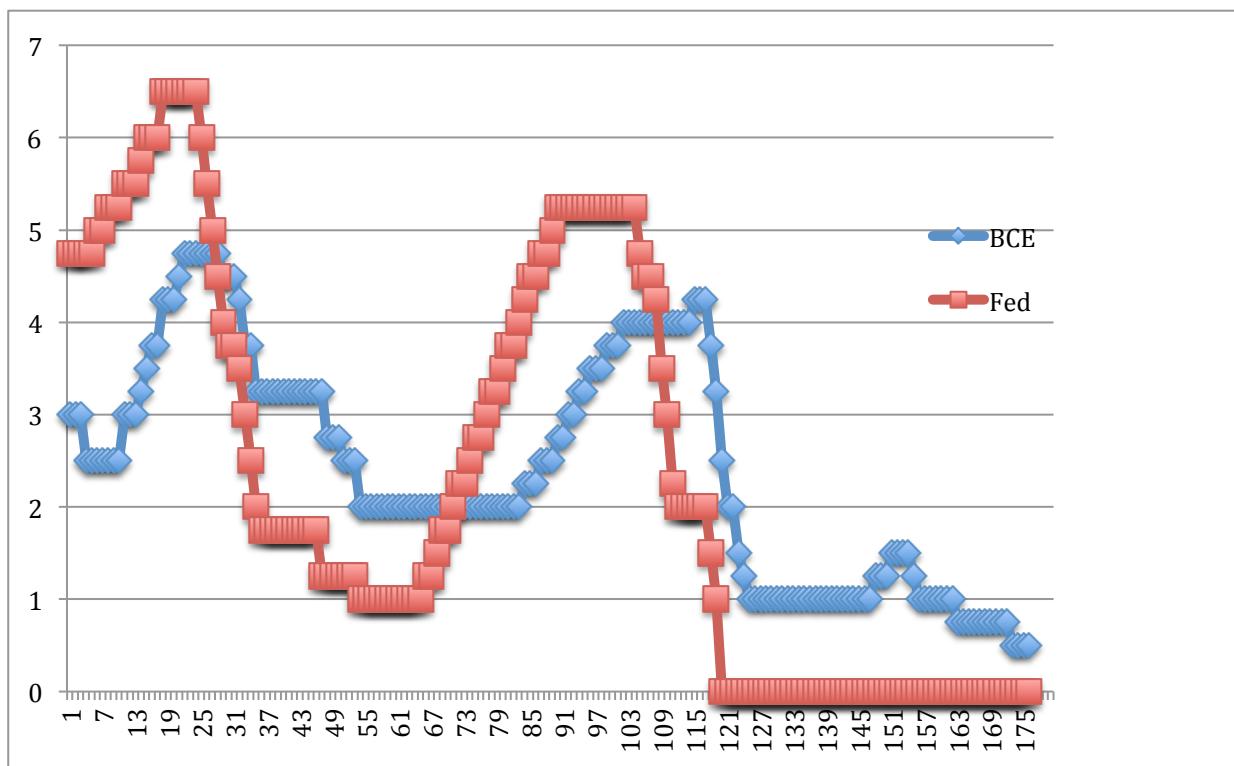
Dates	Facilité de dépôt	Taux principal de refinancement (Refi)		Facilité de prêt
		Taux fixe	Taux variable	
1/1/1999	2	3		4,5
4/1/1999	2,75	3		3,25
22/1/1999	2	3		4,50
9/4/1999	1,50	2,50		3,50
5/11/1999	2	3		4
4/2/2000	2,25	3,25		4,25
17/3/2000	2,50	3,50		4,50
28/4/2000	2,75	3,75		4,75
9/6/2000	3,25	4,25		5,25
28/6/2000	3,25		4,25	5,25
1/9/2000	3,50		4,50	5,50
6/10/2000	3,75		4,75	5,75
11/5/2001	3,50		4,50	5,50
31/8/2001	3,25		4,25	5,25
18/9/2001	2,75		3,75	4,75
9/11/2001	2,25		3,25	4,25
6/12/2002	1,75		2,75	3,75
7/3/2003	1,50		2,50	3,50
6/6/2003	1		2	3
6/12/2005	1,25		2,25	3,25
8/3/2006	1,50		2,50	3,50
15/6/2006	1,75		2,75	3,75
9/8/2006	2		3	4
11/10/2006	2,25		3,25	4,25
13/12/2006	2,50		3,50	4,50
14/3/2007	2,75		3,75	4,75
13/6/2007	3		4	5
9/7/2008	3,25		4,25	5,25
8/10/2008	2,75			4,75
9/10/2008	3,25			4,25
15/10/2008	3,25	3,75		4,25
12/11/2008	2,75	3,25		3,75
10/12/2008	2	2,50		3
21/1/2009	1	2		3
11/3/2009	0,50	1,50		2,50
8/4/2009	0,25	1,25		2,25
13/5/2009	0,25	1		1,75
7/4/2011	0,50	1,25		2
7/7/2011	0,75	1,50		2,25
3/11/2011	0,50	1,25		2
8/12/2011	0,25	1		1,75
12/1/2012	0,25	1		1,75
9/2/2012	0,25	1		1,75
8/3/2012	0,25	1		1,75
4/4/2012	0,25	1		1,75
3/5/2012	0,25	1		1,75
6/6/2012	0,25	1		1,75

L'EURO

5/7/2012	0	0,75		1,50
2/8/2012	0	0,75		1,50
6/9/2012	0	0,75		1,50
4/10/2012	0	0,75		1,50
1/11/2012	0	0,75		1,50
6/12/2012	0	0,75		1,50
3/1/2013	0	0,75		1,50
7/2/2013	0	0,75		1,50
7/3/2013	0	0,75		1,50
2/5/2013	0	0,50		1
6/6/2013	0	0,50		1
4/7/2013	0	0,50		1
1/08/2013	0	0,50		1
7/11/2013	0	0,25		0,75
5/12/2013	0	0,25		0,75
9/1/2014	0	0,25		0,75
6/2/2014	0	0,25		0,75
6/3/2014	0	0,25		0,75
3/4/2014	0	0,25		0,75
8/5/2014	0	0,25		0,75
5/6/2014	- 0,10	0,15		0,40
3/7/2014	-0,10	0,15		0,40
7/8/2014	- 0,10	0,15		0,40
4/9/2014	-0,20	0,05		0,30
2/10/2014	-0,20	0,05		0,30
6/11/2014	-0,20	0,05		0,30
4/12/2014	-0,20	0,05		0,30

L'EURO

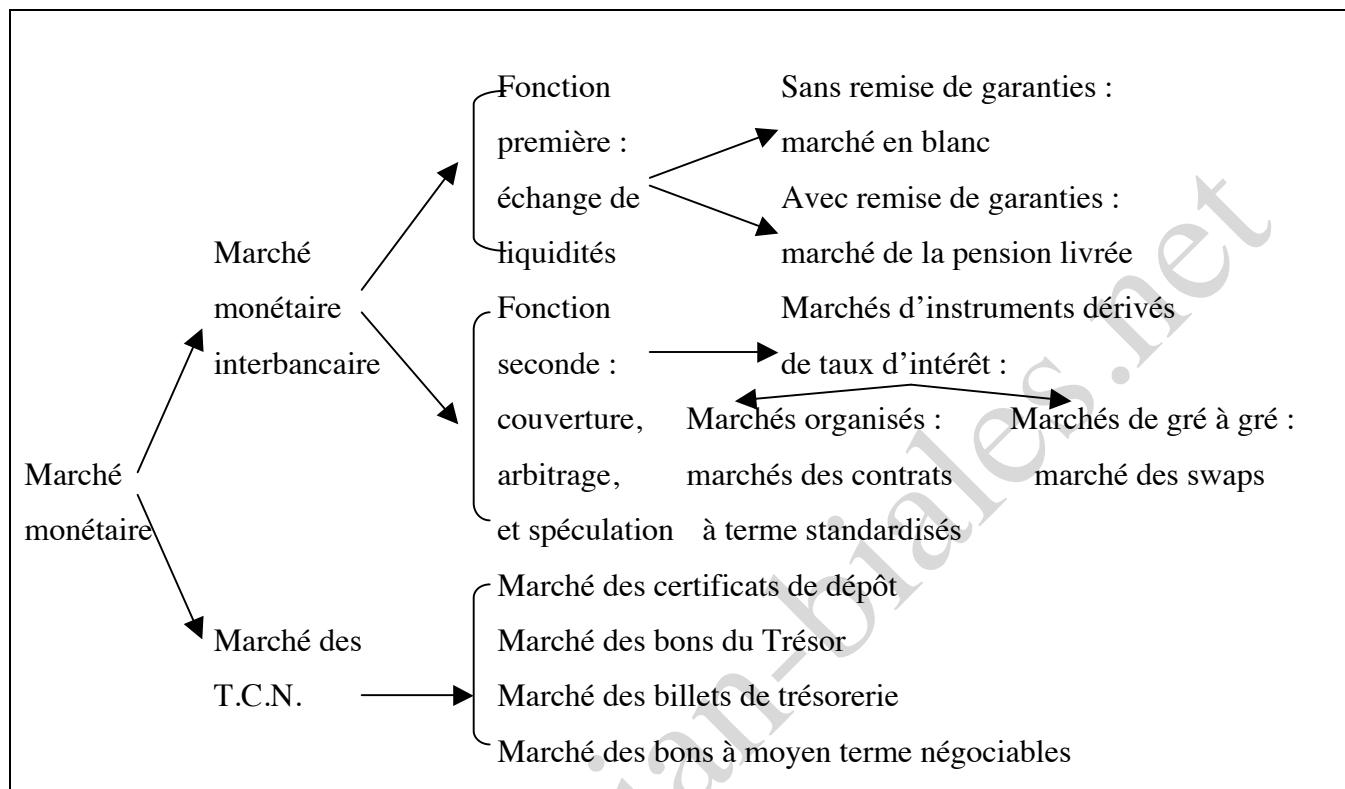
Évolution des taux directeurs de la BCE et de la Fed de janvier 1999 à août 2013, mois par mois :



NOTES COMPLÉMENTAIRES :

1) Note sur le marché monétaire de la zone euro.

La structure du marché monétaire de la zone euro peut être présentée par le schéma suivant :



Le contenu de ce schéma appelle quelques commentaires :

- Les opérations sur le marché avec remise de garanties (opérations de pension) et sur les marchés d'instruments dérivés sont plus sécurisées que celles sans remise de garanties (opérations en blanc) : elles se développent donc plus vite. Cette différence quant au degré de sécurité explique aussi que les opérations du marché en blanc soient des opérations au comptant et à très court terme (entre 80% et 90% de ces opérations sont au jour le jour), alors que les opérations sur le marché de la pension et a fortiori sur celui des swaps sont des opérations qui en grande majorité excèdent le jour le jour et qui sont souvent à terme.
- L'utilisation de plus en plus répandue de plates-formes de transactions électroniques qui se sont développées depuis les années 1990 accélère l'intégration du marché monétaire de l'euro ; cela augmente aussi la transparence et la vitesse d'exécution des opérations.
- Sur les divers compartiments, les opérations transfrontières se sont énormément multipliées avec la mise en place de l'euro. C'est une preuve de la forte intégration du marché monétaire de la zone euro.
- Cette intégration est cependant moins marquée pour le marché des TCN. Notons que le marché français des TCN occupe une place prépondérante au sein du marché monétaire de la zone euro.
- Indiquons enfin que les certificats de dépôt constituent essentiellement un support d'échanges entre établissements de crédit : à peine 1/3 des CD émis est souscrit par des agents non bancaires. Il y a par conséquent une certaine substituabilité pour le refinancement des banques commerciales entre les CD et les emprunts interbancaires classiques.

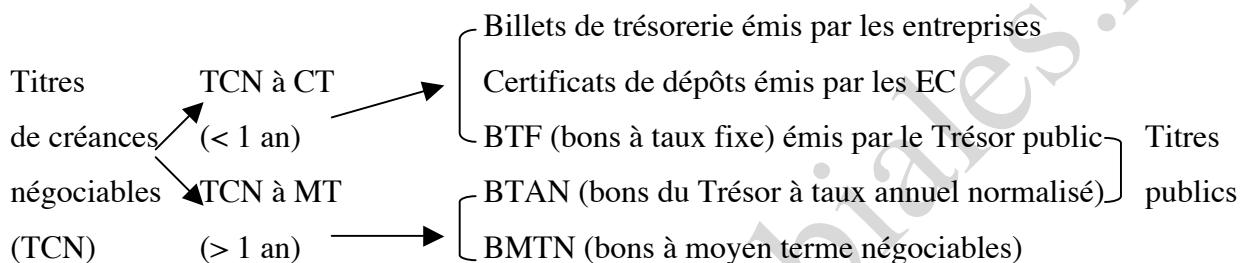
2) Note sur l'évolution historique des modalités de la politique monétaire :

- Le *réescompte* est la modalité la plus ancienne en France pour le refinancement des banques commerciales puisqu'elle est prévue dans les statuts de la Banque de France dès 1800. Son principe consiste, pour une banque qui a besoin de monnaie centrale, à en demander directement à la banque centrale contre l'escompte de titres qu'elle a en portefeuille, notamment des effets de commerce que cette banque commerciale a elle-même escomptés antérieurement, d'où le nom de « réescompte », et moyennant paiement d'un intérêt calculé en fonction du taux que fixe la Banque centrale, le taux de réescompte. La technique du réescompte présente ainsi trois caractéristiques : elle est individuelle, à l'initiative des banques commerciales et à taux fixé d'avance. Ce taux de réescompte est pour les banques commerciales le coût de leur refinancement : leur taux de base à partir duquel tout leur tarif est défini dépend donc directement du taux de réescompte. Celui-ci est par conséquent un moyen de politique monétaire et en constitue le premier taux directeur. Le réescompte, de modalité de refinancement, devient donc ainsi instrument de la politique monétaire, en faisant jouer deux effets : un effet-quantité (la création de monnaie par les banques commerciales entraîne pour celles-ci une demande conjointe de monnaie centrale) et un effet-prix (en ce sens que le taux de réescompte « dirige » les taux d'endettement privé et d'endettement public). Le réescompte constitue un instrument de politique monétaire non seulement au moyen du taux de réescompte mais également au moyen des plafonds de réescompte, qui sont les limites au montant des titres que la Banque centrale est prête à escompter. La cession des actifs est en effet automatique jusqu'à cette limite mais au-delà elle donne lieu à l'application de « plafonds de réescompte » et de taux pénalisateur, « l'enfer » et le « super-enfer », qui disparaîtront en janvier 1972. Le réescompte comporte une gamme de taux d'ailleurs d'autant plus large qu'il existe en plus, au milieu des années 1960, un taux de faveur pour la mobilisation des créances nées à l'étranger et des taux intermédiaires entre le taux fixe normal de réescompte et le taux d'enfer pour la mobilisation des effets de moyen terme. L'efficacité du réescompte comme instrument de la politique monétaire est toute relative, surtout dans une économie d'endettement comme la France de cette époque. En effet, comme l'élasticité au taux d'intérêt des dépenses des agents non financiers (ANF) est plutôt faible, le renchérissement du crédit dû à l'élévation du taux de réescompte que peut décider la Banque centrale, notamment en phase de haute conjoncture, ne modifie pas significativement les comportements des ANF. Paradoxalement, comme les banques n'ont pas à craindre des réactions négatives de leur clientèle, elles peuvent facilement répercuter la hausse du taux de réescompte dans leurs propres taux et, faisant ainsi du profit, sont même encouragées à développer les crédits. Cela dit, la procédure du réescompte va subir les conséquences des décrets de 1966 et 1967 qui adoucissent les dispositions de la loi du 2/12/1945 concernant la distinction entre banques de dépôts et banques d'affaires. Le dynamisme bancaire que ces textes suscitent entraîne une trop forte expansion monétaire, avec des tensions inflationnistes, spécialement à la suite de la crise de 1968, et la situation est aggravée par des attaques contre le Franc et par des sorties massives de capitaux, d'où des dévaluations à répétition. Tous ces désordres provoquent la réunion d'une commission « sur le marché monétaire et les conditions du crédit », composée de trois sages : Marjolin, Sadrin et Wormser. Ceux-ci produisent leur rapport en avril 1969 en proposant un plan de réforme du refinancement. Pour les trois sages, le réescompte est en substance une modalité de refinancement qui, par son caractère automatique et la fixité de son taux, ne conduit pas les banques à mener une politique de crédit spécialement prudente puisqu'elles connaissent le coût de la monnaie centrale au moment où elles définissent leur politique de crédit (ce ne sont pas les modifications de temps en temps du taux de réescompte qui peuvent permettre à la Banque centrale de réguler efficacement la liquidité bancaire). Il semble donc préférable de privilégier le refinancement par la voie du marché monétaire sur lequel le taux est fondamentalement variable. Le rapport suggère par conséquent la réorganisation du marché monétaire pour que celui-ci puisse pleinement jouer son rôle de redistribution quotidienne des actifs et des passifs bancaires, et assure ainsi l'équilibre des trésoreries de l'ensemble des institutions financières. Notons que dans cette perspective, le marché monétaire apparaît comme étant le marché interbancaire où s'échange de la monnaie centrale. S'y réalise une réallocation de la monnaie centrale entre les « banques déficitaires » et les « banques excédentaires », les premières y trouvant les ressources dont elles ont besoin et les secondes y rentabilisant leurs excédents.

- *Le marché monétaire et l'open market* : avant le rapport Marjolin, Sadrin et Wormser, le marché monétaire français est un marché qui par définition joue un rôle mineur dans le système monétaire et financier français. Jusqu'à la seconde guerre mondiale, le marché monétaire français est un marché « hors Banque » en ce sens précis que, contrairement au système de réescompte qui place les banques commerciales « en Banque », il s'agit d'un marché libre, fonctionnant sans réglementation et en dehors de toute intervention de la Banque de France. Mais la grande crise porte un coup fatal aux performances et aux ambitions de la place de Paris. De plus, la politique du Front populaire creuse considérablement le déficit budgétaire et la nécessité du réarmement du pays crée d'importants besoins de financement pour le Trésor public. D'où le décret-loi de juin 1938 qui ouvre à la Banque de France la possibilité d'intervenir sur le marché monétaire à des taux variables. Les trente glorieuses sont à leur tour une nouvelle période de forte demande de capitaux, au début pour reconstruire le pays et par la suite pour alimenter la croissance et assurer le plein emploi : le système bancaire de second rang devient vite globalement et structurellement endetté vis-à-vis de la Banque de France. Le marché monétaire français est à cette époque d'autant plus « en Banque » que de nombreux capitaux échappent au marché monétaire : si la Caisse de dépôts et consignations et la Caisse nationale du Crédit agricole lui apportent certes d'importantes liquidités, une proportion importante de la quasi-monnaie reste gérée par des organismes encore extérieurs au système bancaire comme les CCP, les caisses d'épargne et les Caisses du crédit agricole. Si bien qu'aucune banque n'est en mesure de prêter au jour le jour à un taux inférieur au taux de réescompte. Comme le marché monétaire français est ainsi un marché « en Banque », la banque centrale est tenue d'intervenir pour assurer l'équilibre du marché, c'est-à-dire aussi pour assurer la viabilité du système bancaire de second rang. Mais on peut remarquer que, paradoxalement, la banque centrale a relativement moins de pouvoir lorsque le marché monétaire est « en Banque » que lorsqu'il est « hors Banque » dans la mesure où elle joue le rôle d'un PDR contraint et forcé. La solution du marché monétaire présente donc trois caractéristiques opposées à celles du réescompte : elle est collective, à l'initiative de la Banque centrale et à taux variable. De manière générale, et contrairement au marché américain, le marché monétaire français est dans les deux premières décennies de l'après-seconde guerre mondiale, un marché étroit, professionnalisé, corporatiste et fermé, en ce sens qu'il est strictement réservé aux seuls agents bancaires ; et il est même artificiel dans la mesure où il ne peut pas fonctionner sans le secours de la Banque centrale. Puis, comme au début des années 60 la France connaît une situation financière assainie (Vème République) et à une économie plus ouverte (Marché commun), cela fait envisager un rôle plus important pour le marché monétaire. Ainsi, par ses réformes de 1966-1967, le Ministre de l'économie Michel Debré élargit le marché monétaire en y faisant admettre ce que l'on va appeler les « ENBAMM », les établissements non bancaires admis au marché monétaire (les compagnies d'assurances et les caisses de retraites, puis plus tard les OPCVM), en y multipliant les instruments du marché et surtout en libérant les taux. Il est même envisagé d'ouvrir le marché monétaire aux grandes entreprises mais les banques s'y opposent... Après le « rapport Marjolin, Sadrin et Wormser », qui propose de substituer au système de réescompte le marché monétaire comme source privilégiée du refinancement des banques commerciales, la Banque de France décide le 18 janvier 1971 (V. Giscard d'Estaing est alors Ministre de l'économie) de pratiquer des interventions sur le marché monétaire à des taux systématiquement et nettement inférieurs au taux de réescompte (alors qu'avant cette date c'était l'inverse, en notant au passage que ces interventions de la Banque de France n'ont jamais été de grande ampleur, surtout avant 1964). En conséquence immédiate, les banques commerciales se refinancent en priorité sur le marché monétaire. De plus, à partir de juin 1973, les interventions de la Banque de France se font non plus au jour le jour mais à terme, sur appels d'offres pour que l'ajustement quotidien de la liquidité bancaire se fasse dans toute la mesure du possible directement entre les banques. Mais en 1973 se produit aussi le 1^{er} choc pétrolier, avec pour conséquence essentielle la nécessité de limiter au maximum notre contrainte extérieure et notre déficit commercial. L'une des mesures est d'encourager nos exportations, et pour ce faire, on permet aux banques de se refinancer à un taux défiant toute concurrence à partir des effets mobilisant des créances nées à moyen terme sur les pays autres que ceux de la Communauté économique européenne (CEE). Cela équivaut littéralement à un retour en force du réescompte, même si la technique « officielle » de refinancement est celle de l'open market. En effet, si théoriquement le taux d'escompte n'est plus appliqué depuis 1971 (à son taux fixe « général »), la

L'EURO

« mobilisation des créances nées à l'étranger » est assurée au taux « préférentiel » prévu pour les crédits privilégiés (notons pour la petite histoire que le taux fixe général de réescompte ne disparaît concrètement de la situation hebdomadaire de la Banque de France qu'en février 1990...). Il faut attendre début 1986 pour que ce refinancement à taux privilégié cesse et que par conséquent le « rapport Sadrin-Marjolin-Wormser » puisse être effectivement et durablement mis en œuvre. Mais pour qu'il en soit ainsi, dans un environnement financier déjà marqué par les « 5D » et par la mutation de notre économie financière qui est de moins en moins une économie d'endettement, une réforme profonde du marché monétaire est nécessaire. Réalisée en 1985-1986, la réforme a pour but essentiel d'ouvrir le marché monétaire en distinguant deux compartiments (le marché monétaire de la zone euro présenté plus haut est structuré de la même manière). Il y a d'abord le compartiment du marché monétaire interbancaire sur lequel ne sont admis que les établissements de crédit au sens de la loi bancaire de 1984, auxquels il faut ajouter la Banque de France, le Trésor, la Poste, la CDC et les Instituts d'émission des DOM et TOM ; c'est le marché fermé de la monnaie centrale. Le deuxième compartiment, le marché des titres de créances négociables, constitue la grande nouveauté parce qu'il est ouvert non seulement aux agents financiers mais aussi aux agents non financiers.



Les interventions de la Banque centrale sur le marché monétaire (interbancaire), comme dans le cas du réescompte, ont pour but d'agir sur la création monétaire des banques commerciales, via leur liquidité bancaire. Concrètement, il s'agit de tendre ou de détendre les conditions de fonctionnement du marché. Pour cela, la Banque centrale peut agir soit sur la quantité de la monnaie centrale (politique de base monétaire) soit sur son prix (politique des taux).

Comme le montre notre schéma, l'open market peut consister en une politique de base monétaire (BM), portant sur une quantité voulue de monnaie centrale, ou en une politique de taux d'intérêt, portant sur le prix désiré pour la monnaie centrale (la politique de la base monétaire joue par conséquent sur l'effet-quantité alors que celle de taux d'intérêt joue sur l'effet-prix).

La politique de la base monétaire consiste pour la Banque centrale à intervenir sur le volume de monnaie centrale mis à la disposition des banques commerciales en achetant ou en vendant des titres sur le marché (rappelons que la base monétaire, parfois notée M0 en termes d'agrégat de monnaie, correspond au passif monétaire de la Banque centrale, c'est-à-dire à la somme des billets et de la monnaie centrale qu'ont les banques en comptes). L'efficacité de la politique de la base monétaire suppose qu'il y ait une bonne stabilité de la relation entre base et masse monétaires et que l'on soit en quelque sorte dans la logique du multiplicateur de crédit. Avec la politique de base monétaire, le marché fixe en fonction de l'offre et de la demande le taux au jour le jour qui peut varier alors avec de fortes fluctuations.

La politique de taux d'intérêt consiste pour la Banque centrale à répondre à toute la demande des banques mais en fixant un prix pour sa monnaie pour influencer les taux de marché.

Aujourd'hui, les banques centrales disposent de trois instruments de politique monétaire : les réserves obligatoires, les opérations d'open market et le taux de refinancement.

Toutes les banques centrales imposent aux banques centrales des réserves obligatoires : ce système permet d'agir sur le volume des crédits accordés mais il ne constitue pas un moyen efficace pour contrôler la liquidité.

Les opérations d'open market sont au sens strict des achats ou ventes directes de titres que la banque centrale fait sur le marché monétaire pour agir sur le volume de liquidité en circulation. Mais l'expression d'open market est aujourd'hui utilisée pour désigner toutes les interventions que fait la banque centrale sur le marché interbancaire. Dans ce sens large, l'open market est actuellement le moyen principal de refinancement utilisé par les principales banques centrales. Pour la BCE, l'open

L'EURO

market consiste à « jouer » sur le taux de refinancement, c'est-à-dire sur le taux minimum des appels d'offre hebdomadaires qu'elle annonce aux banques commerciales et qui constitue le principal taux directeur pour orienter l'ensemble des taux courts du marché. En ce qui concerne la Fed, l'objectif premier de l'open market évolue dans le temps : on passe en effet au cours des années 1980 d'un objectif de quantité (politique de base monétaire) à un objectif de prix (politique de taux), et à partir du milieu des années 1990 le Federal Open Market Committee (FOMC) communique sur le niveau désiré et ciblé du prix de la monnaie centrale.

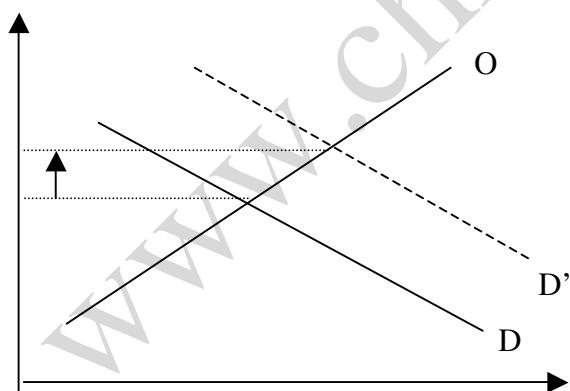
3) Note sur les principes de l'open market :

Comme il vient d'être écrit, l'open market regroupe, lato sensu, l'ensemble des interventions que fait la Banque centrale sur le marché interbancaire pour influencer le comportement des banques commerciales, dans le but d'agir au bout du compte sur leur création monétaire.

- Ces interventions consistent concrètement en un échange de monnaie centrale contre titres ou l'inverse (rappelons encore que la « monnaie centrale » est la part de la « monnaie de la Banque centrale » détenue par les banques commerciales). Autrement dit, le marché interbancaire peut être considéré aussi bien comme le marché de la monnaie centrale où se détermine le prix de cette monnaie centrale, qui est le taux d'intérêt au jour le jour, qu'un marché de titres où se détermine le prix de ces titres, qui est un cours. Deux situations peuvent se présenter : celle où la Banque centrale estime que les banques ont plutôt trop de sa monnaie (d'où un risque de création monétaire excessive), et celle où au contraire elle estime que les banques ont un problème de refinancement, ce qui les rend trop restrictives vis-à-vis de leur clientèle. Dans le premier cas, la Banque centrale vend (offre) des titres contre remise (demande) de monnaie centrale : comme le prix des titres baisse, les banques commerciales en demandent en remettant de la monnaie centrale, d'où l'absorption de l'excédent de monnaie centrale dont le prix s'élève. Dans le second cas, la Banque centrale achète (demande) des titres contre fourniture (offre) de monnaie centrale : comme le prix des titres augmente, les banques les vendent et elles reçoivent en échange de la monnaie centrale, dont le prix diminue.

La seconde situation peut être décrite graphiquement de la manière suivante (la quantité AB correspond à la quantité de monnaie centrale apportée par la Banque centrale au marché) :

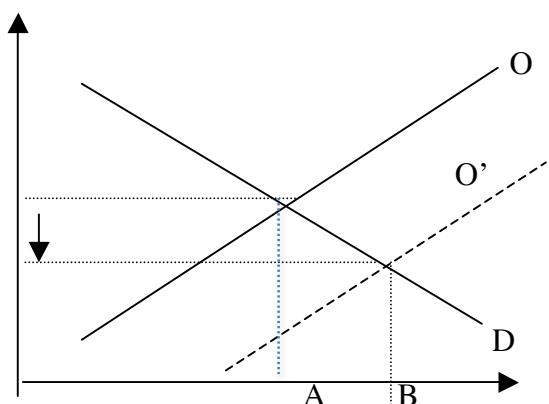
Cours des titres



Quantité de titres échangés

Marché des titres

Taux d'intérêt



Quantité de MC échangée

Marché de monnaie centrale

- L'open market est pour la banque centrale un moyen d'agir sur la liquidité bancaire en réglant son offre de monnaie centrale. Se posent donc deux questions : celle de savoir de quoi dépend la demande de monnaie centrale qu'expriment les banques commerciales et celle de savoir quels sont les facteurs qui déterminent l'offre de monnaie centrale par la Banque centrale.

L'EURO

La demande de monnaie centrale, c'est-à-dire le montant désiré de « réserves » des banques commerciales dans les livres de la Banque, est une fonction indépendante du taux d'intérêt au jour le jour pour les réserves obligatoires puisque celles-ci dépendent positivement du taux de réserves obligatoires, mais une fonction décroissante du taux d'intérêt au jour le jour pour les réserves éventuellement excédentaires.

En ce qui concerne l'offre de monnaie centrale, qui correspond aussi au montant effectif des réserves qu'ont les banques, elle dépend de deux sortes de facteurs : des facteurs, que l'on qualifie d'autonomes, qui ne sont pas maîtrisables par la Banque centrale, et des facteurs qui dépendent directement des décisions de la Banque. Il y a essentiellement trois facteurs autonomes : les avoirs nets en devises, qui sont fonction de l'équilibre de la balance des paiements, les concours aux administrations publiques et la demande de billets par les agents non financiers. L'offre de monnaie centrale est une fonction croissante des avoirs en devises et des concours aux administrations publiques, et une fonction décroissante de la demande de billets (quand les billets que détiennent les banques commerciales passent entre les mains des agents non financiers pour circuler entre eux, il y a « destruction » de monnaie centrale et création de monnaie Banque centrale).

Pour agir sur la liquidité bancaire, la Banque centrale doit d'abord prévoir l'offre de monnaie centrale répondant à ces facteurs autonomes. Elle fixe ensuite le taux d'intérêt au jour le jour qu'elle souhaite voir se fixer sur le marché de sa monnaie en fonction des objectifs de politique monétaire qu'elle poursuit. Puis, en fonction de ce taux, appelé « taux directeur », elle estime quelle sera la demande de monnaie centrale des banques commerciales, autrement dit le montant qu'elles désirent pour leurs réserves. Enfin, elle détermine le montant de l'offre de monnaie centrale qu'elle doit réaliser par ses interventions sur le marché de sa monnaie pour que le taux au jour le jour effectif soit le plus proche possible de son taux directeur :

quantité de monnaie centrale à offrir par des opérations d'open market

= montant anticipé de la demande de monnaie centrale par les banques commerciales pour un taux d'intérêt égal au taux directeur

- montant anticipé de l'offre à réaliser en fonction des facteurs autonomes.

Si les prévisions faites par la Banque centrale sont justes, le taux au jour le jour effectif est égal au taux directeur. Mais si ces prévisions ne se vérifient pas, ce qui est d'autant plus probable que les facteurs autonomes sont instables, le taux au jour le jour se différencie du taux directeur. Pour éviter des écarts trop importants, il faut que la Banque centrale dispose d'instruments lui permettant de maintenir le taux au jour le jour dans une certaine fourchette autour du taux directeur : dans l'Eurosystème, c'est précisément la fonction des opérations de réglage fin et, si besoin est, des facilités permanentes. Les opérations de réglage fin sont comme les opérations principales de refinancement des opérations de marché. Par contre, les facilités permanentes ne sont pas des opérations de marché ; elles sont plutôt de la nature du réescompte puisqu'elles se font à l'initiative des banques commerciales et à un taux prédéterminé. Les facilités permanentes comprennent d'un côté la « facilité de prêt marginal », qui est une solution de secours pour les banques en manque de monnaie centrale et de l'autre la « facilité de dépôt », qui permet aux banques de réaliser des dépôts rémunérés à 24h. Le taux de la facilité de prêt marginal et le taux de la facilité de dépôt sont respectivement égaux au REFI augmenté d'1 point et au REFI diminué d'1 point.

Dans le cas de la Fed, il a déjà été précisé que les opérations d'open market consistent dans la plupart des cas à des opérations d'achat et de vente fermes de bons du Trésor sur le marché interbancaire (le marché de la monnaie centrale est appelé aux États-Unis marché des fonds fédéraux –« fed funds »). Et le taux interbancaire au jour le jour –l'EONIA, Euro OverNight Index Average, dans la zone euro –y est appelé le taux des fonds fédéraux (Federal Funds rate). Les facilités permanentes consistent en des opérations « au guichet de l'escompte » (« discount window ») qui servent non seulement, comme le fait la facilité de prêt marginal de la BCE, à mieux régler le niveau du taux au jour le jour, mais aussi à prévenir toute crise bancaire et financière en apportant les liquidités supplémentaires nécessaires (c'est ainsi que le 17 août 2007 la Fed décide de baisser de 50 points de base son taux d'escompte pour limiter l'impact de la crise des subprimes). En utilisant de cette façon le taux d'escompte, la Fed exprime clairement son rôle de PDR (prêteur en dernier ressort), avec le risque d'aléa moral que cela peut entraîner. Notons que la facilité de prêt marginal de la BCE peut permettre

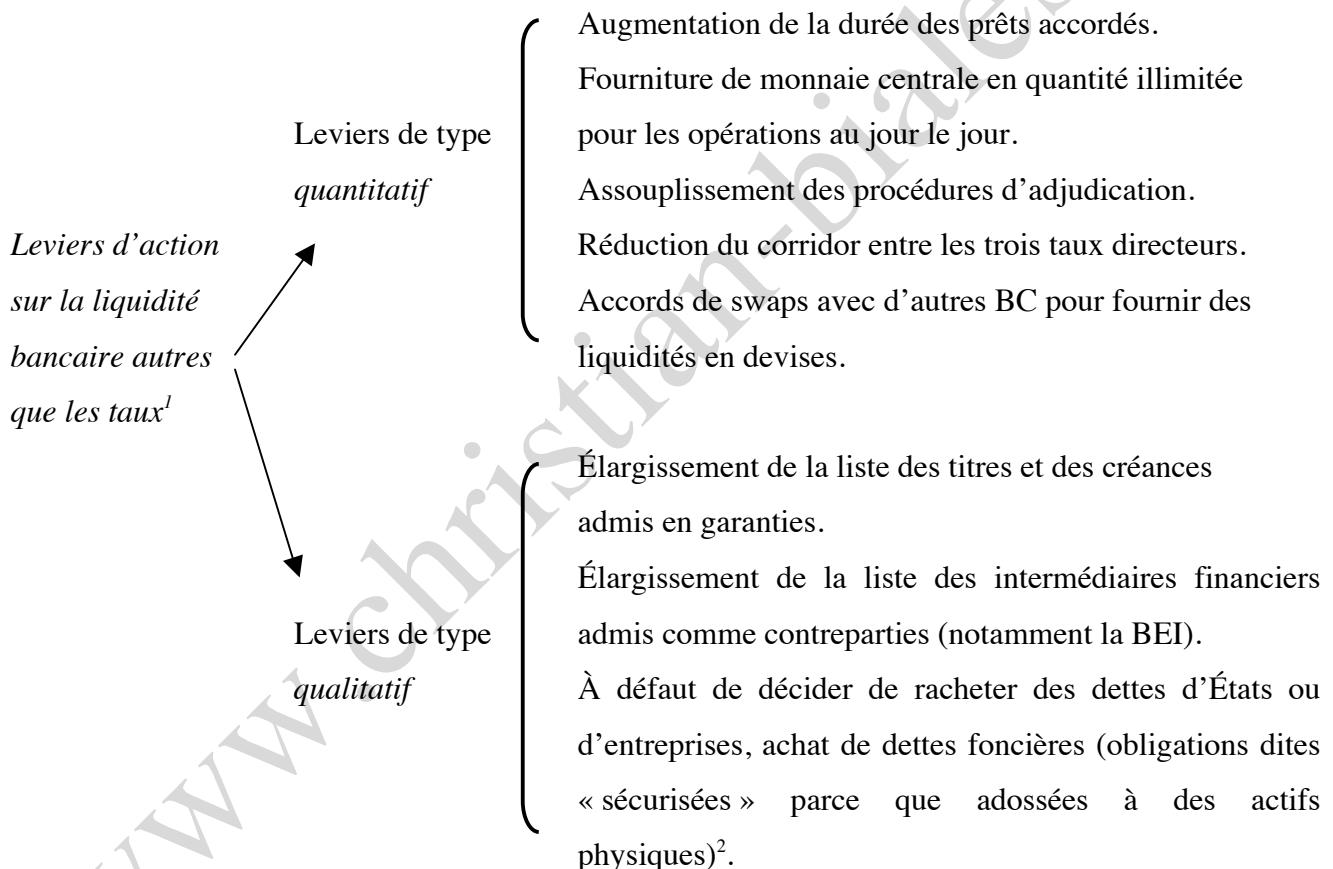
L'EURO

à la BCE de jouer elle aussi le rôle de PDR mais à la condition que la crise qu'il s'agit de réguler concerne toute la zone. En effet, si la crise ne concernait qu'un seul pays, c'est à la Banque centrale de ce pays que reviendrait alors en principe le soin d'intervenir. Mais cette intervention entrerait forcément en contradiction avec la politique monétaire unique dont la BCE est gardienne. Resterait alors dans ce cas comme seule possibilité une intervention du gouvernement de ce pays au moyen de ses finances publiques, et cela dans le respect du PSC.

4) Note sur les moyens dont dispose la BCE pour agir sur la liquidité bancaire.

Lorsqu'il s'agit pour la BCE d'agir indirectement sur la liquidité bancaire, son levier d'action essentiel est la « manipulation » des taux directeurs. En période normale, cela doit suffire. Mais en période de crise, comme cela est le cas avec la crise dite des subprimes, d'autres leviers sont nécessaires, surtout si la Banque centrale ne veut pas trop baisser ses taux de peur d'alimenter des anticipations inflationnistes.

Ces leviers supplémentaires, et par définition d'utilisation relativement exceptionnelle, d'où leur nom de « mesures non conventionnelles », sont les suivants :



L'utilisation de mesures non conventionnelles se justifie par définition quand les mesures habituelles ne suffisent pas ou sont inopérantes ; autrement dit lorsque les canaux de transmission de la politique monétaire dysfonctionnent. Il s'agit par conséquent de court-circuiter en quelque sorte ces canaux

¹ L'augmentation des taux de refinancement n'est pas la seule mesure concernant les taux : il serait possible aussi d'envisager la hausse du taux des réserves obligatoires.

² Dans sa gestion de la crise des subprimes, la Fed est allée jusqu'à racheter des titres de créances pourries, ce qui fait dire à J. Attali qu'elle est devenue un véritable hedge fund !

traditionnels pour, malgré tout, fournir à l'économie les liquidités dont elle a besoin, orienter les anticipations des agents et empêcher tout « credit crunch ».

La mise en œuvre de telles mesures non conventionnelles est d'autant plus délicate qu'il faut à un moment ou un autre en sortir de façon à gérer la masse des liquidités fournies aux banques, pour que leur accumulation n'entraîne pas l'inflation ou la constitution d'une nouvelle bulle.

Remarques sur cette note :

- en ce qui concerne la BCE, parmi les mesures permettant de « sauver » le système bancaire de second rang, ce qui précède montre qu'il faut distinguer la politique de taux, conventionnelle, et la politique de liquidité, non conventionnelle ;
- en ce qui concerne la Fed et la BoE, leurs mesures non conventionnelles sont allées jusqu'à acheter des titres obligataires, y compris des obligations d'Etat, ce qui signifie un financement monétaire du déficit public : par comparaison avec le comportement de la BCE, il faut donc distinguer les mesures non conventionnelles de type actif comme aux E-U et au R-U et celles de type passif comme dans la zone euro.

5) Note sur les actions directes sur la distribution des crédits.

Maintenant que l'économie financière française, comme celle aussi de la zone euro, présentent davantage les caractéristiques d'une économie financière de marchés de capitaux, avec une offre de monnaie plus exogène qu'auparavant, les instruments de la politique monétaire d'action sur la distribution de crédits ne sont plus d'actualité. Rappelons-en cependant ici les principales caractéristiques.

En ce qui concerne *l'encadrement du crédit*, il intervient dès l'après-seconde guerre mondiale quand il est nécessaire de stabiliser l'économie lors de ses phases de surchauffe. La Banque de France impose alors aux banques commerciales des taux de croissance maxima pour leurs encours de crédit. Mais devant la brutalité de son application, le système connaît une réforme en 1973 par l'institution de pénalités sous la forme de réserves supplémentaires non rémunérées qui se rajoutent aux réserves obligatoires quand la banque commerciale dépasse pour le volume de ses crédits la norme de progression mensuelle fixée selon le cas pour l'année ou pour le semestre. Puis, l'encadrement du crédit connaît en 1985 une dernière réforme, avant d'être supprimé en 1986, qui consiste en la substitution à l'encadrement du crédit à proprement parler d'une « régulation du crédit » fondée sur les réserves obligatoires.

En ce qui concerne la *réglementation des taux*, il faut distinguer les conditions débitrices et les conditions créditrices. Les premières sont strictement réglementées jusqu'en 1966 et sont libres depuis. La banalisation du système bancaire en 1984 ne fait qu'accroître la concurrence entre établissements financiers pour répondre aux demandes de prêts. Les conditions créditrices prévoient toujours à l'heure actuelle des taux réglementés, en particulier pour les livrets d'épargne et l'épargne-logement. Et la rémunération des dépôts à vue monétaires est toujours pour l'instant interdite. Mais la déréglementation complète des taux créditeurs semble inévitable dans le contexte de la zone euro.

En ce qui concerne la *sélectivité des crédits*, il s'agit pour certaines mesures de favoriser l'octroi de certains crédits pour soutenir et développer certains secteurs d'activité et pour d'autres de limiter les prêts dans les activités économiques qui pourraient être à l'origine de tensions inflationnistes (crédits aux particuliers, avec en particulier le crédit à la consommation et les prêts personnels). La sélectivité des crédits, comme l'encadrement du crédit et la réglementation des taux, est une caractéristique des économies d'endettement : dans la France du début des années 1980, près de la moitié des prêts sont octroyés à des taux bonifiés. La mutation de l'économie financière française au milieu des années 1980 se traduit ici par la « débonification » presque totale des prêts en 1985. Il faut noter le paradoxe de la sélectivité des crédits : comme il vient d'être dit, certaines mesures ont pour but de lutter contre les tensions inflationnistes mais en même temps les mesures de bonification poussent à l'endettement, d'où des répercussions inflationnistes possibles ; et elles ont de surcroît un coût budgétaire important et elles présentent l'inconvénient de soutenir artificiellement des secteurs non rentables.

-2- Le système des réserves obligatoires

- Les réserves obligatoires ont deux finalités :

- influencer durablement la position du secteur bancaire en accroissant son besoin de refinancement : le système des réserves obligatoires agit sur la demande de monnaie centrale ;

- stabiliser le taux d'intérêt au jour le jour sur le marché monétaire, ce qui peut éviter le recours aux opérations de réglage fin.

• Le système s'applique à tous les établissements de crédit établis dans la zone euro, mis à part ceux qui bénéficient d'une exemption donnée par la BCE parce qu'ils assument des fonctions spécifiques ou que leur activité bancaire est peu active ou encore que les dépôts qu'ils gèrent servent l'aide régionale ou internationale au développement. La BCE tient à jour à la fois une liste des établissements assujettis et une liste des établissements exemptés.

• Chaque établissement de crédit constitue les réserves obligatoires auxquelles la BCE le soumet sur un compte ouvert dans les livres de la banque centrale nationale dont il dépend.

• Les réserves obligatoires sont calculées, d'après le bilan de chaque fin de trimestre, sur les dépôts à vue monétaires, les dépôts à vue non monétaires, les dépôts à terme d'une durée d'au plus deux ans et les titres de créance d'une durée initiale d'au plus deux ans.

• Les établissements de crédit constituent leurs réserves en moyenne en ce sens que le respect de l'obligation de réserves est vérifié sur la base de la moyenne des soldes de fin de journée calendaire de leurs comptes de réserves sur une période de constitution d'un mois. C'est cette modalité de constitution des réserves qui explique que le système des réserves obligatoires joue le rôle de stabilisation du taux au jour le jour.

- À la création de la BCE, les réserves obligatoires sont d'un montant égal à 2%.

Ce taux passe à 2,50% en cas d'insuffisance de constitution et à 5% si les insuffisances sont répétées. Signalons qu'en France, de même qu'en zone euro, l'excédent des réserves effectivement constituées sur les réserves exigées représente environ moins de 0,5% des réserves constituées.

Le 18 janvier 2012, le taux des réserves obligatoires passe de 2% à 1% : cette modification, très peu commune pour la BCE –c'est la première depuis sa naissance en 1999-, a pour but de réduire le besoin de monnaie centrale des banques commerciales. Cette décision s'ajoute aux mesures non conventionnelles de politique monétaire pour soutenir le système bancaire ébranlé par la crise de la zone euro.

• Ces réserves sont rémunérées en fonction du taux des opérations principales de refinancement. Même si cela fait perdre au système de son efficacité dans la mesure où le principe des réserves obligatoires est de modifier pour les banques commerciales non seulement leur demande de monnaie centrale mais aussi le coût de leurs ressources ; seulement, il a fallu tenir compte que les banques hors zone euro ont leurs réserves rémunérées.

Remarques :

. Remarque sur le but du système de réserves obligatoires : ce système a au départ un rôle essentiellement prudentiel en ce sens qu'il est légitime que la Banque centrale oblige les banques commerciales à détenir une quantité minimale de sa monnaie puisque leur activité de création monétaire entraîne forcément pour elles un besoin de liquidité. Ce n'est qu'ensuite que ce système prend un rôle d'instrument de politique monétaire.

. Remarque d'ordre historique dans le cas de la France : le système des réserves obligatoires existe en France depuis janvier 1967. La Banque centrale oblige les banques commerciales à constituer sur leurs comptes courants ordinaires ouverts dans ses livres un montant minimum de réserves (non rémunérées), calculées au moyen d'un taux. La manipulation du taux des réserves obligatoires constitue un instrument de politique monétaire. Ce taux s'applique initialement aux dépôts puis est étendu en février 1971 aux crédits distribués. En décembre 1972 est même mis en place un système de réserves supplémentaires sur les crédits qui dépassent une certaine norme annuelle. En 1987, comme les crédits disparaissent de l'assiette du système, les réserves obligatoires ne sont à nouveau calculées que sur les dépôts. Le taux de ces réserves augmente à la fin des années 1980 mais connaît tout au long des années 1990 des niveaux relativement bas (1% sur les comptes de dépôts à vue).

L'EURO

. Remarque sur le système dans les autres pays : beaucoup de pays n'utilisent plus le système des réserves obligatoires : l'Angleterre l'a supprimé en 1980 et les États-Unis se posent actuellement la question de son maintien. Cela est paradoxal pour des pays dans lesquels le multiplicateur monétaire fonctionne relativement bien, puisque dans ce cas un changement du taux de réserves obligatoires est très efficace pour réguler la création monétaire. L'explication tient dans le fait qu'il s'agit d'un instrument justement trop puissant qui ne permet pas une régulation précise. La BCE conserve ce système pour l'intérêt qu'il présente dans la stabilisation du taux au jour le jour.

D- Les canaux de transmission de la politique monétaire.

La politique monétaire trouve les raisons de son efficacité dans le bon fonctionnement de ses « canaux de transmission », c'est-à-dire des mécanismes par lesquels les leviers d'action dont dispose la Banque centrale, au premier rang desquels se trouve la fixation des taux directeurs, permettent la réalisation des objectifs que celle-ci poursuit et agissent sur l'ensemble de l'économie.

Un document synoptique présentant de manière générale l'ensemble de ces canaux de transmission se trouve sur ce site.

Insistons ici sur la place et l'efficacité des canaux de transmission de la politique monétaire dans le cadre de la zone euro.

Deux leçons peuvent être tirées des études faites sur le sujet :

- 1) Les canaux de transmission de la politique monétaire jouent moins en Europe qu'aux États-Unis.
- 2) Les canaux de transmission de la politique monétaire jouent moins en France qu'en moyenne au sein de la zone euro.

« La relative faiblesse des canaux de transmission de la politique monétaire en France peut s'expliquer essentiellement par la structure particulière du bilan des agents. Les ménages et les entreprises françaises sont plutôt moins endettés que leurs homologues de la zone euro, et lorsqu'ils sont endettés, ils le sont souvent à taux fixes. De plus, une partie importante de l'épargne des ménages et des ressources des banques est composée de produits réglementés dont la rémunération ne suit pas systématiquement les variations de taux directeurs. En outre, les études économétriques laissent penser que les banques françaises ne répercutent que partiellement les variations des taux directeurs dans la fixation des taux des crédits.

Des spécificités réglementaires pourraient être à l'origine de cette situation. En particulier, les coûts élevés et le manque d'efficacité des garanties expliqueraient le faible développement du crédit hypothécaire. La non-rémunération des dépôts ainsi que le poids important des produits d'épargne réglementée dans le bilan des banques ne les inciterait pas à répercuter étroitement les variations de taux sur les crédits. Il est également probable qu'une plus forte concurrence dans le secteur bancaire pourrait améliorer la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle » (F. Cherbonnier et X. Payet, Trésor-Éco n° 47 de septembre 2004).

SIX REMARQUES GÉNÉRALES SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE :

Première remarque : c'est bien à partir de l'évolution des signaux fournis par les deux piliers que l'Eurosystème utilise pour éclairer ses décisions que s'expliquent les quatre grandes étapes de la politique monétaire européenne durant la période 1999-2005.

-1- Janvier 1999 - avril 1999 : comme l'euro vient d'être lancé, la BCE privilégie les informations du 2ème pilier qui semblent indiquer un risque possible de déflation, suite aux crises asiatique et russe ; d'où une baisse des taux directeurs (le 8 avril).

-2- Mai 1999 - Octobre 2000 : l'environnement change progressivement. La masse monétaire augmente et l'euro se déprécie, ce qui fait craindre des tensions inflationnistes, et les perspectives économiques générales s'améliorent, ce qui dispense de soutenir l'activité économique. D'où une remontée des taux (le 4 novembre 1999 puis six fois au cours de l'année 2000).

-3- Octobre 2000 - été 2001 : il y a équilibre des risques en ce sens que si les indicateurs monétaires du 1er pilier montrent une accélération de la croissance monétaire, les signaux économiques du 2ème pilier annoncent un ralentissement de l'activité. D'où en définitive une stabilité des taux.

-4- Été 2001 - 2005 : le 1er pilier indique plutôt une atténuation des risques inflationnistes et le 2ème pilier confirme un net ralentissement de la croissance. D'où plusieurs décisions de baisser les taux au cours du second semestre 2001 (notamment après les événements du 11 septembre, mais également en novembre : le taux principal de refinancement est alors à 3,25 %, niveau que la BCE laisse inchangé pendant toute l'année 2002, estimant, comme dans la 3ème période, que les risques pour la stabilité des prix sont équilibrés). Pour les mêmes raisons, des décisions de baisse interviennent jusqu'en juin 2003 où le taux principal est fixé à 2%. Depuis cette date, aucune modification n'intervient en 2004 ni lors du premier semestre 2005, malgré les fortes critiques qui sont adressées à la BCE, surtout après les votes négatifs de la France et des Pays-Bas au référendum sur le traité constitutionnel européen. Il faut reconnaître que si la croissance est spécialement molle en Europe, comparativement à celles des États-Unis et des pays de l'Asie émergente, ce qui en conduit plus d'un à demander une baisse des taux directeurs, les taux réels sont en fait proches de 0 et les liquidités sont même plutôt excessives, ce qui peut au contraire justifier un durcissement de la politique monétaire. Cependant, il faut également tenir compte de l'importance croissante de la zone dollar dans les échanges européens, et par conséquent de l'impact qu'a la variation du change de l'euro par rapport au dollar. Selon certains experts, 10% de hausse de la monnaie européenne par rapport à celle des États-Unis réduit la croissance de la zone euro d'environ 0,8% et pour compenser il faudrait réduire les taux européens de 2% environ. Cela montre que la politique monétaire doit tenir le plus grand compte des mouvements du change : la BCE doit intégrer l'évolution des taux de change dans la fixation de ses taux d'intérêt directeurs et/ou intervenir sur le marché des changes.

Deuxième remarque : en 1993, J.B. Taylor propose une formule censée fournir aux banques centrales une règle pour fixer un taux directeur optimal. Ayant testé sa règle à partir des comportements de la Fed au cours des années 80 (c'est en cela que la règle de Taylor est une « fonction de réaction » au sens que nous avons précisé plus haut), il a estimé les paramètres de sa formule qui peut être considérée alors comme la "fonction de réaction" de la banque centrale américaine. Alors que la "règle d'or" de M. Friedman est un exemple de règle passive, la règle de Taylor est un bon exemple de règle active : nous faisons ici allusion au débat bien connu en matière de politique monétaire entre politique de règle passive et politique de règle active. Une règle est dite active dans la mesure où, tout en visant la crédibilité à moyen et long terme, elle donne la possibilité d'agir à court terme (en un certain sens, une règle active se rapproche d'une politique de type discrétionnaire). Notons ici qu'en 1999 et 2001 L. Svensson complète la typologie des règles. Il distingue d'abord les règles instrumentales, par lesquelles la banque centrale se donne pour guide une fonction de réaction, et les règles de ciblage par lesquelles elle cherche à minimiser une fonction de perte de bien-être associée à l'écart entre objectif et réalisation. Et parmi les règles instrumentales, il distingue ensuite les règles explicites quand les fonctions de réaction ne prennent en compte que des variables observables, et les règles implicites quand certaines variables considérées sont anticipées. La règle de Taylor est une règle instrumentale explicite.

La règle de Taylor est une règle qui relie mécaniquement le niveau du taux d'intérêt directeur à l'inflation et à l'écart de production (« output gap »).

En posant :

- r_t = taux nominal directeur à fixer pour la période
- r^* = taux d'intérêt réel d'équilibre de long terme, ou taux réel « neutre »
- p^* = taux d'inflation visé : "cible d'inflation"
- p_t = taux d'inflation effectif de la période
- Y_t = taux de croissance effective pour la période
- Y^* = taux de croissance potentielle (niveau maximal de production durablement soutenable sans générer de tensions sur l'appareil productif susceptibles de créer des pressions inflationnistes)
- a et b deux paramètres positifs (estimés par Taylor à 0,5 chacun pour expliquer la réaction de la Fed pendant les années 80),

la fonction de réaction / règle de Taylor s'écrit souvent de la manière suivante :

$$r_t = r^* + p^* + a(p_t - p^*) + b(Y_t - Y^*)$$

$r^* + p^*$ -> prise en considération du moyen et long terme, pour viser la crédibilité : la banque centrale doit fixer un taux d'intérêt nominal r_t conforme à son niveau de long terme, c'est-à-dire égal, conformément en quelque sorte à la théorie de Fisher, à la somme de la valeur d'équilibre de long terme du taux réel r^* (déterminée par les "fondamentaux" de l'économie) et de l'objectif d'inflation à long terme p^* ..., à moins qu'il y ait écart de production et/ou écart d'inflation :

$a(p_t - p^*) + b(Y_t - Y^*)$ -> prise en considération d'écart éventuels d'inflation et/ou de production, donc, de l'arbitrage inflation/chômage, pour pouvoir agir à court terme :

$a(p_t - p^*)$ -> la politique monétaire doit se "durcir" lorsque l'inflation effective est supérieure à la cible d'inflation retenue, et vice versa ;

$b(Y_t - Y^*)$ -> la politique monétaire doit se "durcir" lorsque la croissance effective est supérieure à la croissance potentielle, et vice versa (l'écart entre croissance effective et croissance potentielle constitue « l'output gap »).

Les coefficients a et b mesurent la vitesse de réaction que la politique monétaire doit avoir face aux écarts d'inflation et de production (un principe dit principe de Taylor veut $a > 1$ pour que la politique monétaire s'attaque efficacement aux tensions inflationnistes éventuelles).

Si on veut relier cette seconde remarque à la première, on peut considérer que, selon la période envisagée, la BCE a privilégié le traitement tantôt de l'écart d'inflation, tantôt de celui de production et qu'elle laisse ses taux inchangés quand la situation est équilibrée, notamment quand les deux types d'écart se compensent.

Notes :

- Pour les États-Unis, Taylor propose la formule suivante :

$$r = 2 + 0,5(p - 2) + 0,5(Y_t - Y^*)$$

Les coefficients de 0,5 attribués à la fois à l'écart d'inflation et à l'output gap montrent que la Fed semble accorder la même importance aux deux objectifs (stabilité des prix et croissance). La politique monétaire américaine s'est « calée » sur la règle de Taylor quand Paul Volcker a pris la présidence de la Fed en 1979. L'analyse historique des décisions prises par son successeur Alan Greenspan durant les 18 années de son mandat révèle quatre caractéristiques de la politique monétaire américaine. Primo, elle est du type « politique de règle active », donc pratiquement discrétionnaire. Secundo, si elle répond à des missions clairement exprimées, elle n'a pas pour autant à respecter des cibles chiffrées, ce qui donne à la Banque centrale davantage de latitude pour sa mise en œuvre. Tertio, elle est très réactive en ce sens que les décisions sont souvent plus radicales que ce que peut préconiser la règle de Taylor. Quarto, elle est asymétrique en ce sens que la Fed va plus vite à baisser ses taux (pour lutter contre la récession) qu'à les relever (pour éviter la formation éventuelle d'une bulle spéculative).

- À la règle de Taylor correspond le « principe de Taylor » : pour assurer la stabilité des prix, la politique monétaire consiste à fixer le taux d'intérêt nominal de façon à ce que le taux d'intérêt réel ne baisse pas.

L'EURO

- Au cours des années 1990, les pratiques des différentes Banques centrales (mis à part celle du Japon) se sont beaucoup rapprochées, précisément par l'application de la formule de Taylor, et cela qu'elles mènent ou non une stratégie de ciblage d'inflation. Mais les années 2000 voient revenir une certaine divergence entre les taux directeurs effectifs et les « taux de Taylor » parce que l'application de la formule de Taylor fait courir le risque de déflation « à la japonaise » quand on est en situation de faible inflation. D'ailleurs, Daniel Cohen remarque (Enjeux Les Échos de décembre 2009) que « la règle de Taylor s'est vérifiée jusqu'en 2001. À partir de là et pendant trois ans, les taux fixés par Alan Greenspan étaient en dessous de l'optimum de Taylor. Il aurait donc dû y avoir de l'inflation. Cela n'a pas été le cas. En revanche, il y a eu bulle financière. (...) Pourquoi ? Réponse : le monde connaissait un excès d'épargne. Autrement dit, Greenspan a créé des actifs immédiatement achetés par la Chine ».

Troisième remarque : Pour caractériser l'orientation de la politique monétaire, la Banque centrale du Canada a développé un système concurrent de la règle de type Taylor. Il s'agit de « *l'indicateur des conditions monétaires* » (ICM), qui synthétise les répercussions conjointes de plusieurs variables monétaires et financières (essentiellement du taux d'intérêt réel de court terme et du taux de change réel effectif) sur l'activité économique. L'évolution de l'ICM indique soit un assouplissement soit un durcissement de la politique monétaire. La littérature montre qu'une règle de type Taylor est en général moins performante qu'une règle de type ICM : selon cette littérature, les banques centrales auraient donc intérêt à tenir compte du taux de change. Autrement dit, pour arrêter leurs décisions de politique monétaire, les banques centrales devraient prendre en considération non seulement la valeur interne de la monnaie mais également sa valeur externe. Mais cela pose les questions délicates de savoir comment déterminer la valeur de référence pour le taux de change et comment évaluer les conséquences des mouvements du change sur l'inflation et sur l'activité. Cela explique qu'en définitive l'ICM soit un instrument de diagnostic qui alimente aussi bien les réflexions des banquiers centraux que celles des analystes, mais que l'on ne lui reconnaisse pas de caractère normatif ni a fortiori de rôle d'objectif de politique monétaire.

Comme l'ICM tient compte du taux de change, il n'est, par exemple, pas étonnant de constater qu'à partir du 3^{ème} trimestre 2007 les conditions monétaires et financières se sont très resserrées et sont devenues beaucoup moins favorables à la croissance, alors que dans le même temps la montée de l'euro est plutôt désinflationniste.

Quatrième remarque : Plusieurs experts proches de la BCE expliquent l'organisation du système d'information et de décision de la BCE autour des « deux piliers » par le fait que la stricte application des formules telles que les règles de type Taylor ou les ICM ne donne pas entière satisfaction. La difficulté provient essentiellement de l'omniprésence de l'incertitude. Celle-ci a deux sources. L'une est macroéconomique : elle concerne l'état de l'économie, son fonctionnement et sa réponse aux interventions de la Banque centrale. L'autre est microéconomique puisqu'elle marque les anticipations et les réactions des agents économiques non financiers aux décisions des agents financiers, spécialement à celles des autorités monétaires. Cette double incertitude explique pourquoi les Banques centrales choisissent une politique gradualiste qui met en œuvre le « principe de modération de Brainard » plutôt qu'une politique plus brutale. Les politiques des « petits pas » menées de part et d'autre de l'Atlantique dans le maniement des taux d'intérêt en sont une évidente illustration.

Cinquième remarque : en 2001, le FMI fait une enquête auprès de 23 pays développés, de 23 pays émergents et de 23 pays en développement sur les outils de politique monétaire qu'ils utilisent. Le tableau suivant résume les conclusions de cette enquête :

	<i>Pays développés</i>	<i>Pays émergents</i>	<i>Pays en développement</i>	% des pays enquêtés
<i>Contrôle du crédit et des taux d'intérêt</i>	0	22	4	
<i>Coefficient</i>	9	30	65	

L'EURO

<i>d'actifs liquides</i>			
<i>Réserves obligatoires</i>	70	96	100
<i>Facilités permanentes</i>	100	96	96
<i>Mesures discrétionnaires / instruments du marché (= « open market »)</i>	100	96	96

Source : Bulletin FMI 14 mars 2005.

Sixième remarque : l'efficacité de la politique monétaire semble satisfaisante à partir du moment où l'inflation est maîtrisée. L'augmentation des taux d'inflation qui se manifeste dès le début de 2008 commence à jeter le trouble. De surcroît, la crise financière déclenchée au cours de l'été 2007 montre que les banques centrales ont du mal à gérer l'instabilité financière et à contrôler ses excès. Et les innovations financières, de plus en plus sophistiquées, modifient le jeu des divers canaux de transmission de la politique monétaire et rendent incertains les résultats des mesures prises. D'ailleurs, on remarque qu'avec la désintermédiation des financements la politique de taux a en définitive relativement plus d'impact sur les marchés de capitaux que sur les établissements de crédit. En effet, la titrisation fait que l'offre de crédit des institutions financières est moins sensible à la modification des taux de la Banque centrale que ne le sont les prêteurs et les emprunteurs qui interviennent directement sur les marchés. De surcroît, la politique de taux bas pratiquée depuis plusieurs années pousse les établissements de crédit à accroître leurs rendements en prenant davantage de risques, d'où la possibilité de déséquilibres et de crises. Mais les primes de risque s'en trouvent réduites, et cela accroît paradoxalement l'efficacité du canal des taux d'intérêt. Cette efficacité est néanmoins mise profondément en cause lorsque la crise se déclenche.

SECTION V : QUEL EST LE CADRE JURIDIQUE DE LA ZONE EURO ?

La mise en place de la monnaie unique redonne du lustre à la notion de loi monétaire mise à mal par l'implosion du système de Bretton Woods. Elle lui donne aussi un contenu tout à fait original puisque les États membres participants acceptent de transférer leur compétence monétaire à la Communauté et que le pouvoir monétaire souverain est dorénavant entre les mains des institutions compétentes de la Communauté.

Selon le traité de Maastricht qui crée officiellement l'UEM, deux catégories d'États membres sont à distinguer juridiquement : les « États membres participants » (comme les appelle le législateur communautaire), qui sont les États membres faisant partie de la zone euro parce qu'ils ont satisfait aux critères de convergence, et les autres États membres de l'UE qui restent à l'extérieur de la zone euro. Les premiers ont l'euro pour monnaie unique ; pour les seconds, l'euro n'est qu'une monnaie commune puisqu'ils conservent leur monnaie nationale. Pour dresser la liste des pays qui utilisent concrètement l'euro, il convient d'ajouter aux pas de la zone euro trois autres catégories de pays. Primo, ceux qui utilisent l'euro dans le cadre d'Accords sur les relations monétaires : Monaco, Saint-Marin et le Vatican ; secundo, ceux qui utilisent l'euro en dehors de tout accord : Monténégro, Kosovo et Andorre (qui a cependant demandé en 2003 à conclure un accord sur les relations monétaires) ; et tertio l'euro est également utilisé en Guadeloupe, en Martinique, en Guyane et à la Réunion parce que ce sont des départements et régions français d'outre-mer qui font partie à ce titre de l'UE, mais aussi à Mayotte et à Saint Pierre et Miquelon bien qu'il ne fassent pas partie de l'UE mais parce qu'il s'agit de collectivités territoriales d'outre-mer françaises.

Le caractère intégré de l'UEM se voit à travers le pouvoir et le fonctionnement du SEBC, Système européen de banques centrales, dont le pilotage est assuré par les organes de décision de la BCE (le Conseil des gouverneurs, le Directoire, et le Conseil général), et qui est un dispositif juridico-institutionnel quasi fédéral.

La loi monétaire qui s'impose à tous les membres de la zone euro est contenue dans deux règlements, respectivement adoptés par le Conseil européen d'Amsterdam de juin 97 et par le Conseil de Bruxelles de mai 98. Comme il s'agit de règlements européens, ils sont directement applicables, sans transposition en droit interne.

Ces deux textes posent quatre grands principes juridiques pour le passage à l'euro, le premier est très général, les deux suivants concernent la période transitoire (1/1/1999-31/12/2001) et le quatrième le moment du basculement définitif.

§1) PREMIER PRINCIPE : LA DOUBLE CONTINUITE.

A- Énoncé : l'introduction de l'euro n'a pas pour effet de modifier les termes d'un contrat ou de libérer ou de dispenser de son exécution (continuité des contrats) et l'écu est remplacé par l'euro au taux de 1 euro pour 1 écu (continuité écu-euro).

B- Conséquences :

- L'une des parties à un contrat ne peut prendre argument de l'introduction de l'euro pour se soustraire à ses obligations contractuelles.

- Les contrats en cours au 1/1/1999 et libellés en unité monétaire nationale continuent d'être exécutés dans cette unité selon les modalités initialement prévues.

- À partir du 1/1/1999, toutes les références à l'écu sont automatiquement remplacées - sous réserve de la volonté contraire des parties - par l'euro au taux de 1 pour 1.

- Il n'est pas interdit aux cocontractants de prévoir, dès la signature du contrat ou par convention ultérieure, la modification de l'unité monétaire initiale avant la fin de la période transitoire.

C- Domaines d'application privilégiés : les contrats de prêts, les contrats d'assurance, les contrats d'échange de devises.

§2) DEUXIEME PRINCIPE, DIT DU "NI-NI" : NI INTERDICTION-NI OBLIGATION.

A- Énoncé : pendant la période transitoire, l'utilisation de l'euro en matière contractuelle est caractérisée par un double principe : ne pas interdire, ne pas obliger.

B- Conséquences :

- À partir du 1/1/1999, il est juridiquement possible de conclure des contrats soit en unité monétaire nationale soit en euro (mais il n'est pas possible de conclure des contrats en euro avant cette date).

- Un contrat est exécuté dans l'unité monétaire dans laquelle il est rédigé, sauf accord contraire des parties.

L'EURO

- À compter du 1/1/1999, les offres des entreprises peuvent être valablement libellées en unité monétaire nationale ou en euro.

- Les budgets publics restent libellés en unité monétaire nationale pendant la période transitoire ; mais une présentation parallèle et optionnelle en euro est possible.

C- Exceptions :

- Un État membre de la zone euro peut relibeller en euro l'encours de sa dette et permettre le basculement à l'euro des marchés de capitaux organisés et des systèmes d'échanges et de compensation.

- Toute somme libellée en euro ou unité monétaire nationale d'un pays de la zone euro et à régler dans ce pays par le crédit d'un compte du créancier peut être payée par le débiteur en euro ou monnaie nationale ; la somme est portée au crédit du compte du créancier dans l'unité monétaire dans laquelle ce compte est libellé et si une conversion est nécessaire, elle est effectuée par les banques selon les règles de conversion et d'arrondissage définies dans le troisième principe.

§3) TROISIEME PRINCIPE : LA FONGIBILITE DE L'EURO ET DES MONNAIES NATIONALES POUR LES PAIEMENTS SCRIPTURAUX.

A- *Énoncé* : pendant la période transitoire, il y a équivalence juridique totale entre l'euro et les unités monétaires nationales.

À compter du 1er janvier 1999, l'euro est la (seule) monnaie officielle des pays de la zone euro. Toutefois, pendant la période transitoire, les monnaies nationales restent juridiquement équivalentes à l'euro en étant en quelque sorte des expressions différentes et temporaires.

B- Conséquences :

- Les agents économiques peuvent effectuer des paiements scripturaux (par chèque, virement, carte bancaire, ...) en euro ou unité monétaire nationale à partir d'un même compte bancaire, que celui-ci soit tenu en euro ou en unité monétaire nationale.

- Les banques peuvent assurer la conversion des opérations effectuées dans l'unité du compte mouvementé.

- Il y a conversion automatique dans l'unité de compte - euro ou unité monétaire nationale - du créancier recevant un paiement.

- Des règles précises de conversion et d'arrondissage sont fixées par les règlements européens pour assurer concrètement la fongibilité de l'euro et des monnaies nationales. Des préconisations nationales complètent en général ces règlements.

Les modalités essentielles de conversion et d'arrondissage sont les suivantes :

• Lors des opérations de conversion, on arrondit au "cent" supérieur quand la troisième décimale est égale ou supérieure à 5 et au "cent" inférieur dans le cas contraire.

• Comme l'arrondi d'une somme n'est pas toujours égal à la somme des arrondis, mieux vaut convertir le total final et arrondir le résultat de cette conversion.

• Pour convertir les francs en euros,

de manière exacte, diviser la somme en FRF par la valeur de l'EUR en FRF.

Exemple : $153,80 \text{ FRF} = 153,80 / 6,55957 = 23,44666$, arrondis à 23,45 euros

de manière approximative, ajouter la moitié de la somme à convertir et diviser le tout par 10.

Exemple : $153,80 \text{ FRF} = [153,80 + (153,80/2)] / 10 = [153,80 + 76,90] / 10 =$

$$230,70 / 10 = 23,07$$

• Pour convertir des euros en francs,

de manière exacte, multiplier la somme en euros par la valeur de l'EUR en FRF.

Exemple : $6,78 \text{ euros} = 6,78 * 6,55957 = 44,47388$, arrondis à 44,47 francs

de manière approximative, multiplier le prix en euro par 10 puis retrancher le tiers de la somme obtenue.

Exemple : $6,78 \text{ euros} = (6,78 * 10) * 2/3 = 45,20 \text{ francs}$.

• La conversion d'une monnaie d'un pays de la zone euro en une autre ne peut se faire directement ; il faut passer par l'euro, en arrondissant toujours à trois décimales.

Exemple : conversion de 789,12 francs en marks.

montant intermédiaire en euros : $789,12 / 6,55957 = 120,30057$, arrondis à 120,301

montant en marks : $120,301 * 1,95583 = 235,28830$, arrondis à 235,29 DEM.

§4) QUATRIEME PRINCIPE : LA CONVERSION AUTOMATIQUE EN UNITE EURO AU MOMENT DU BASCULEMENT DEFINITIF.

A- *Énoncé* : les références à une monnaie nationale dans des actes juridiques sont automatiquement considérées comme des références à l'euro en appliquant le taux de conversion officiel.

B- Conséquences :

- Il n'est pas nécessaire de réécrire matériellement les textes pour y lire "x euros" à la place de "y unités monétaires nationales". Les règles communautaires de conversion et d'arrondissage s'appliquent automatiquement.

- Tous les nouveaux actes juridiques passés après le basculement définitif doivent être directement libellés en euros.

TABLE DES MATIÈRES

PREMIÈRE PARTIE : QUESTIONS - RÉPONSES	3
SECTION I :.....	3
QUEL EST LE CADRE GÉOGRAPHIQUE	3
DE LA ZONE EURO ?	3
SECTION II :.....	10
QUEL EST LE CADRE CHRONOLOGIQUE	10
DE LA ZONE EURO ?	10
§1) Les années 50 et 60 de l'Europe à six	10
§2) Les années 70 de l'Europe à 9	12
§3) Les années 80 de l'Europe à 12	15
§4) Les années 90 de l'Europe à 15	16
§5) De 2000 à mi-2007 : l'Europe à 25 puis à 27 et la mise en place de l'euro.....	25
§6) Depuis mi-2007 : la crise des subprimes et les doutes sur la zone euro.....	31
• <u>janvier 2008 -></u>	34
• <u>janvier 2009 -></u>	60
• <u>Janvier 2010 -></u>	93
• <u>Janvier 2011 -></u>	129
• <u>Janvier 2012 -></u>	173
annexe sur la situation de la zone euro fin 2012	218
• <u>Janvier 2013 -></u>	233
annexe sur les finances publiques	253
• <u>Janvier 2014 -></u>	258
• <u>Janvier 2015 -></u>	294
SECTION III : QUEL EST LE CADRE INSTITUTIONNEL DE LA ZONE EURO ?	300
§1) Les institutions européennes générales et monétaires	300
A- Les institutions européennes générales :	300
B- Les institutions européennes monétaires :	300
§2) L'indépendance de la BCE	303
SECTION IV : QUEL EST LE CADRE OPÉRATIONNEL DE LA ZONE EURO ?	305
§1) Le bien-fondé de la politique monétaire	306
§2) Les objectifs de la politique monétaire	308
§3) Les moyens de la politique monétaire	323
A- Le système d'information de la BCE :	323
les deux piliers de la politique monétaire.	323
B- La panoplie des instruments de la politique monétaire européenne.	327
C- La politique de refinancement et le système des réserves obligatoires.	328
1) Note sur le marché monétaire de la zone euro.	335
2) Note sur l'évolution historique des modalités de la politique monétaire :	335
3) Note sur les principes de l'open market :	339
4) Note sur les moyens dont dispose la BCE pour agir sur la liquidité bancaire.....	341
5) Note sur les actions directes sur la distribution des crédits.	342
D- Les canaux de transmission de la politique monétaire.	344
SECTION V : QUEL EST LE CADRE JURIDIQUE DE LA ZONE EURO ?	349
§1) Premier principe : la double continuité.	349
§2) Deuxième principe, dit du "ni-ni" : ni interdiction-ni obligation.	349
§3) Troisième principe : la fongibilité de l'euro et des monnaies nationales pour les paiements scripturaux.	350
§4) Quatrième principe : la conversion automatique en unité euro au moment du basculement définitif.	350