



L'École supérieure de la banque

ITB – 1^{RE} ANNÉE D'ÉTUDES

Les connaissances économiques

Fascicule

V15

INT-01-04-01XX

Support pédagogique conçu et diffusé auprès de ses étudiants et animateurs par :

© CENTRE DE FORMATION DE LA PROFESSION BANCAIRE

Ce support de formation constitue une œuvre de l'esprit protégée par les dispositions du Code de la propriété intellectuelle et dont les droits d'auteur sont la propriété exclusive du C.F.P.B. Le Code de la propriété intellectuelle n'autorisant, aux termes des paragraphes 2^{ème} et 3^{ème} de l'article L. 122-5, d'une part, que *"les copies ou reproductions strictement réservées à l'usage privé du copiste et non destinées à une utilisation collective"* et, d'autre part, sous réserve du nom de l'auteur et de la source, que *"les analyses et courtes citations justifiées par le caractère critique, polémique, pédagogique, scientifique ou d'information"*, toute reproduction et/ou représentation intégrale ou partielle, par quelque moyen que ce soit, non autorisée par le C.F.P.B. ou ses ayants-droit est strictement interdite et sanctionnée au titre de la contrefaçon par les articles L. 335-2 et suivants du Code de la propriété intellectuelle.

AVANT-PROPOS

« La microéconomie » (chap. 1), « Les principes économiques fondamentaux » (chap. 2).

Une fois ces éléments posés, il convient de s'intéresser à son fonctionnement : qu'est-ce qu'un cycle de vie économique ? Quels sont les différences et les liens entre l'épargne et l'investissement ? Quels sont les rôles des divers acteurs dans le financement de l'économie ? Quel lien y-a-t-il entre l'évolution des marchés financiers et l'économie réelle ?

« La consommation et l'épargne » (chap. 3), « L'investissement » (chap. 4), « Le financement de l'économie et ses acteurs » (chap. 5).

De même, l'économie se veut « mondiale » : avoir l'économie la plus florissante implique-t-il de fermer ses frontières ou au contraire de favoriser le plus possible les échanges ? Quelles peuvent être les conséquences des déséquilibres épargne-investissement en économie ouverte ? Et à quelle aune peut-on juger de la capacité ou du besoin de financement d'une nation ?

« Libre-échange ou protectionnisme ? » (chap.6), « La balance des paiements » (chap. 7), « Le change » (chap. 8).

Enfin, il est important de se demander comment et dans quel but l'État intervient dans le fonctionnement de l'économie, car il s'agit d'une donnée essentielle pour apprécier les impacts conjoncturels et/ou structurels que son action peut engendrer. Quel budget pour favoriser l'économie ? Qu'en est-il de la fiscalité ? Et à quoi sert la politique monétaire ?

« L'État et la politique budgétaire » (chap. 9), « Le système et la politique monétaires » (chap. 10)

L'appropriation de cette première année d'études a donc pour objectif de maîtriser les grands concepts de cette science qu'est l'économie et de faciliter ainsi la compréhension des débats contemporains qui seront développés en deuxième année.

L'équipe pédagogique de l'ITB.

SOMMAIRE

PARTIE 1 – LES FONDAMENTAUX ÉCONOMIQUES	7
Chapitre 1 – LA MICROÉCONOMIE.....	9
1. Les mécanismes du marché	9
2. La loi de l'offre et de la demande	11
3. La concurrence.....	21
Chapitre 2 – LES PRINCIPES ÉCONOMIQUES FONDAMENTAUX	25
1. Le circuit économique	25
2. La comptabilité nationale.....	30
PARTIE 2 – L'ÉQUILIBRE MACROÉCONOMIQUE.....	35
Chapitre 3 – LA CONSOMMATION ET L'ÉPARGNE	37
1. La consommation : de Keynes aux néoclassiques	37
2. Comment expliquer les évolutions récentes de la consommation et de l'épargne ?	40
3. Existe-t-il un niveau optimal d'épargne ?	45
Chapitre 4 – L'INVESTISSEMENT	47
1. Définitions.....	47
2. Les déterminants de l'investissement productif	49
3. Les effets économiques de l'investissement.....	53
Chapitre 5 – LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE ET SES ACTEURS.....	59
1. Économie d'endettement et économie de marchés financiers	59
2. Les possibilités de financement offertes aux agents emprunteurs	60
3. Évolution du monde bancaire et essor des marchés	66
4. Les spécificités et les risques.....	69
5. Les nouveaux acteurs	71

PARTIE 3 – L'ÉCONOMIE OUVERTE	73
Chapitre 6 – LIBRE-ÉCHANGE OU PROTECTIONNISME ?	75
1. Les thèses libre-échangistes.....	75
2. Les thèses protectionnistes.....	76
3. Vers une libéralisation pragmatique du commerce mondial	79
Chapitre 7 – LA BALANCE DES PAIEMENTS	85
1. La structure.....	85
2. Les soldes significatifs.....	87
3. L'analyse économique.....	90
Chapitre 8 – LE CHANGE	93
1. Aperçu historique des régimes de change.....	93
2. Les déterminants du taux de change	99
PARTIE 4 – LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE	105
Chapitre 9 – L'ÉTAT ET LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE.....	107
1. Le rôle de l'État.....	107
2. La politique budgétaire	113
3. La dette publique	117
Chapitre 10 – LE SYSTÈME ET LA POLITIQUE MONÉTAIRES.....	125
1. La Banque centrale et l'inflation	125
2. La politique monétaire de l'Eurosystème	131
Pour aller plus loin : L'Union Européenne.....	137
1. La construction européenne.....	137
2. Les défis	140

PARTIE 1

— Les fondamentaux économiques

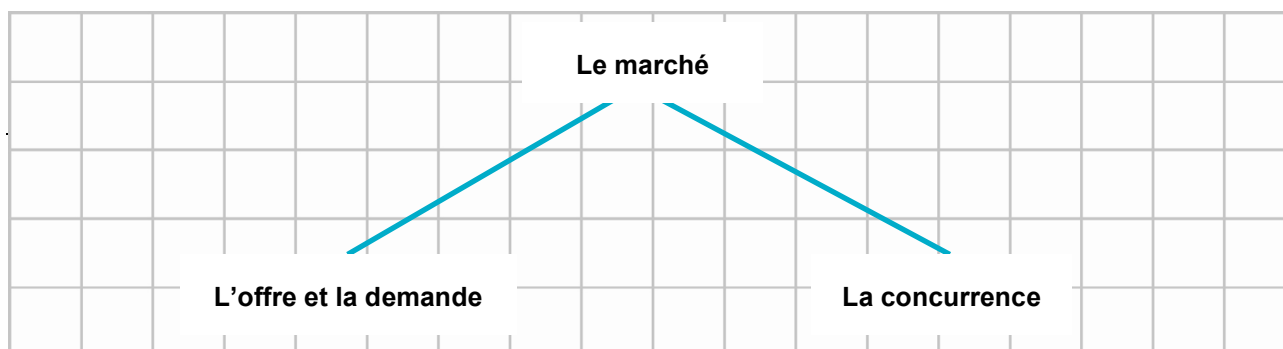
CHAPITRE 1 – LA MICROÉCONOMIE

Les objectifs pédagogiques : Établir les corrélations qui sous-tendent les lois de l'offre et de la demande.
Dégager les éléments d'actualité qui impactent les agents et leurs interconnexions.

Approche théorique consistant à chercher l'explication des phénomènes économiques à partir des choix individuels, la microéconomie s'oppose traditionnellement à la macroéconomie, qui analyse les quantités globales ou agrégats comme le PIB, le niveau de l'emploi, la dette... La microéconomie, elle, s'intéresse aux acteurs, ou agents, que sont les consommateurs et les producteurs. Plus précisément, elle pose la question de la coordination (ou de la compatibilité) des décisions que prennent ces agents lorsqu'ils sont rationnels, autrement dit lorsqu'ils cherchent à maximiser leur satisfaction ou leur profit, selon le cas.

Le banquier ne peut être indifférent ni à la microéconomie, ni aux phénomènes individuels ou collectifs sous-jacents à la détermination des prix, puisque le niveau des prix influence la propension des agents à consommer, investir et épargner.

Les notions-clés



Le marché constitue un mode décentralisé de coordination des décisions des agents économiques. Chaque jour, une multitude d'actions individuelles sont effectuées et rendues cohérentes grâce au système des prix. Le présent chapitre a trait aux principaux éléments de fonctionnement des marchés : la formation des prix, la détermination des offres et demandes individuelles et de marché, le mécanisme d'égalisation entre les quantités offertes et demandées et la concurrence en tant qu'élément de régulation.

1. LES MÉCANISMES DU MARCHÉ

Selon l'organisation mondiale du commerce (OMC) le commerce mondial devrait progresser très modestement en 2014 et 2015 et ce après deux années de stagnation en 2012 et 2013. Chaque jour, des millions d'échanges sont réalisés par les ménages et les entreprises, amenant à s'interroger sur la manière dont sont décidés les achats et les ventes et sur le mode de fixation des prix.

Si, dans une économie non-planifiée, la quasi-totalité des prix se forme sur le marché, qu'est-ce qu'un marché ? Faut-il parler du marché ou des marchés ? Comment le prix se forme-t-il ? Comment les quantités échangées sont-elles déterminées ? Qu'est-ce que la loi de l'offre et de la demande ? Quels sont les rôles du marché ?

1.1. Marché et prix : une relation complexe



Le **marché** peut se définir comme : « *le lieu plus ou moins concret de la confrontation et de la conciliation de l'offre et de la demande d'un bien où se déterminent les quantités échangées et le prix de cession.* »¹

La définition interpelle et pose plus de questions qu'elle n'en résout.

Si le marché est celui « d'un bien », il y a autant de marchés que de biens, d'autant plus que l'on considère comme tels les biens matériels au sens strict, les services mais aussi la force de travail (marché du travail), les titres de créance (marché boursier) et la monnaie (marché monétaire).

Dès lors, il ne faut plus parler du marché mais des marchés. Dire que le prix d'un bien est « déterminé » par la confrontation des offres et des demandes signifie-t-il que les offreurs et les demandeurs ont un égal pouvoir dans sa fixation ?

Au niveau individuel, ce n'est l'impression ni des uns ni des autres. Le vendeur de fruits, par exemple, dira que le prix affiché dépend d'abord de celui auquel il les a achetés. Le consommateur, quant à lui, achète ou n'achète pas selon que le prix lui semble acceptable ou non au regard de son revenu, de ses goûts ou de ce à quoi il doit renoncer pour les acquérir. Il n'a pas, comme le vendeur, le sentiment d'être partie prenante dans le niveau du prix inscrit sur l'étiquette, mais a l'impression que ce dernier lui est imposé. Pourtant, il peut parfois exercer sur lui une influence. Ainsi, si une maison est à vendre depuis longtemps, son prix a de fortes chances d'être revu à la baisse car les possibilités de négociation d'un éventuel acquéreur seront importantes face au vendeur pressé de se démettre de son bien. Cet exemple témoigne-t-il que le pouvoir des acquéreurs et des vendeurs sur la fixation du prix dépend de leur nombre respectif ? Le prix est-il alors fonction de la structure du marché ?

Ces quelques interrogations prouvent que comprendre la fixation des prix n'est pas aisé. L'exposé de la loi de l'offre et de la demande sur le marché de concurrence pure et parfaite permettra d'éclairer cette complexité.

1.2. Le marché de concurrence pure et parfaite

La concurrence pure et parfaite constitue un cadre théorique soumis à de nombreuses hypothèses. Elle s'inscrit dans le cadre de l'analyse microéconomique des écoles néoclassiques.

1.2.1. Principes des théories néoclassiques

Au-delà de leurs différences, **les théories néoclassiques** reposent sur trois principes communs :

- elles partent de l'étude des **comportements individuels des agents**, dont l'addition explique le fonctionnement de l'économie, en cela, la compréhension de la microéconomie permet celle des questions macroéconomiques ;
- la valeur est fondée sur **l'utilité marginale** et seul le raisonnement à la marge présente un caractère heuristique ;
- les situations d'équilibre ne peuvent résulter que du **libre fonctionnement des marchés concurrentiels** (le libéralisme), le rôle de l'État étant limité à ses prérogatives régaliennes et à la mise en place d'un environnement législatif favorable au jeu de la concurrence.

1.2.2. Conditions de concurrence pure et parfaite

Elles sont au nombre de cinq et seule leur combinaison permet au marché de fonctionner idéalement :

- **transparence** : l'information de tous les acteurs du marché est parfaite, immédiate et sans coût ;
- **atomicité** : il existe un nombre d'acteurs assez grand pour qu'aucun ne dispose d'un poids suffisant pour influencer les conditions du marché ;
- **homogénéité** : tous les biens qui satisfont un besoin particulier sont considérés comme identiques par les acheteurs, quelles que soient leur origine et l'identité du producteur ;

¹ Dictionnaire d'économie et des faits économiques et sociaux contemporains, Paris, Foucher, 1999

- **parfaite mobilité des facteurs** : le travail et le capital peuvent se déplacer instantanément et sans coût d'une activité à l'autre, d'un lieu à un autre ;
- **libre accès au marché** : les agents ont la possibilité de faire des offres et des demandes à tout moment sans contrainte ni coût et le marché s'adapte parfaitement.

À cela s'ajoute une hypothèse implicite : la **rationalité** des acteurs...

2. LA LOI DE L'OFFRE ET DE LA DEMANDE

À l'origine de la science économique se situe la **question de la rareté** : les besoins des hommes sont illimités mais les ressources pour les satisfaire sont limitées et il est donc nécessaire de faire des choix.

La science économique est donc définie comme la science des choix ou encore science de la décision. Pour illustrer cette définition, il suffit d'imaginer une société qui ne peut produire que deux biens, ce qui rendra nécessaire de répartir les ressources (travail, matières premières...) pour produire l'un et l'autre. Tout accroissement de la production d'un des deux biens se fera au détriment de la production de l'autre.



La loi de l'offre et de la demande

Dans une société moderne, cette question du choix s'opère par le biais de la confrontation de l'offre et de la demande, facilitée par l'existence d'un bien particulier d'acceptation universelle, la monnaie, qui permet de fixer le prix du bien considéré et donc de le comparer à tout autre produit.

Pour un produit donné, la confrontation de l'offre et de la demande permet de déterminer un prix dit d'équilibre qui satisfera à la fois acheteurs et vendeurs. Si la description suivante des mécanismes du marché prend appui sur le marché des biens et services, elle pourrait être transférée au marché du travail et au marché des capitaux.

2.1. De la demande individuelle à la demande de marché

2.1.1. La demande individuelle

La décision de consommation d'un type de bien par un individu dépend de multiples facteurs (ses goûts, ses anticipations) dont certains sont des contraintes tel le prix du bien sur le marché qui s'impose à lui (atomicité) mais aussi ceux des autres biens qu'il souhaite acquérir, car le revenu dont il dispose est limité. Sous ces contraintes, il demandera une certaine quantité du bien afin de maximiser sa satisfaction globale, le plaisir étant le mobile de la consommation.

Dans l'analyse néoclassique, la demande individuelle exprime la quantité d'un bien ou d'un service qu'un ménage ou une entreprise est disposé à acheter à un certain prix. Dans ce modèle, le prix est la seule variable qui agit sur la demande car l'environnement est considéré comme étant constant¹.

■ L'utilité marginale

Pour illustrer cette notion, prenons l'exemple du cueilleur de mûres d'Alfred Marshall² : « Lorsque, par exemple, une personne cueille des mûres pour les manger, l'action de cueillir lui procure probablement un certain plaisir pendant un moment ; et pendant quelques temps encore, le plaisir de manger est plus que suffisant pour compenser la peine qu'elle a à cueillir les mûres. Mais après qu'elle en a mangé une certaine quantité, le désir d'en cueillir diminue, tandis que le travail de la cueillette commence à occasionner une fatigue (...). Lorsque, enfin, le désir de se récréer et son éloignement pour le travail de cueillir des mûres contrebalancent le désir de manger, l'équilibre est atteint. La satisfaction que cette personne peut retirer de la cueillette est arrivée à son maximum (...) »³.

¹ Pour mesurer l'impact d'une variable sur une grandeur qui dépend aussi d'autres déterminants, il faut maintenir ces derniers constants. L'expression consacrée est « **toutes choses égales par ailleurs** » ou en latin « *ceteris paribus* »

² (1842-1924), économiste britannique, un des pères fondateurs de l'école néoclassique.

³ Alfred Marshall, *Principes d'économie politique*, livre 5, chap. 2, Grodon & Breach, 1971 (1^{re} éd. 1870)



L'utilité marginale

L'analyse en termes d'utilité marginale se fonde sur le fait qu'un individu n'évalue pas un bien dans l'absolu mais unité par unité.

Le plaisir qu'il retire de chacune de ces unités le conduit à allouer à la première d'entre elles une utilité plus élevée qu'aux suivantes. Au fur et à mesure que la quantité consommée d'un bien augmente, chaque unité additionnelle de ce bien apporte donc une satisfaction de moins en moins importante.

L'utilité de chaque unité additionnelle, appelée utilité marginale, est donc décroissante. Ce principe permettra d'expliquer la forme des courbes d'indifférence dont la présentation est nécessaire pour comprendre la fonction de demande par rapport aux prix.

■ Contrainte budgétaire et courbes d'indifférence

Prenons l'exemple de Laurence qui dispose d'un revenu de 360 euros qu'elle souhaite répartir entre l'achat de jeans et de places de cinéma.

Si un jean vaut 30 euros et une place de cinéma 10 euros, elle peut affecter son budget totalement soit à l'achat de jeans – elle pourra en acquérir 12 – soit à des places de cinéma – elle pourra alors en acheter 36.

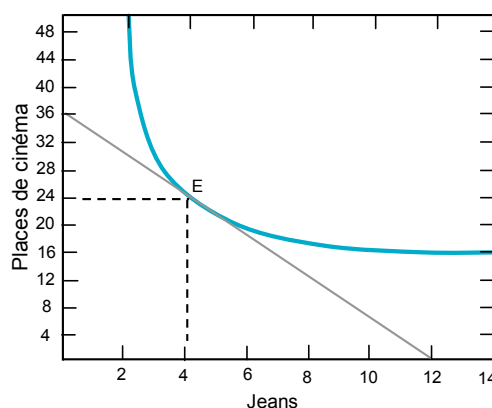
Ces informations permettent de construire la courbe de contrainte budgétaire de Laurence, qui définit le domaine des choix possibles : chaque point de la droite obtenue correspond à une combinaison particulière d'achat de jeans et de places de cinéma qui entre dans son budget de 360 euros.

Source : Cahiers français n° 345, juillet-août 2008

Chaque point de la zone définie par la droite et les axes (cf. graphique 1) fait aussi partie du domaine des choix possibles, mais dans ce cas, Laurence n'utiliserait pas tout le revenu dont elle dispose ; elle se priverait alors d'une satisfaction immédiate.

Des combinaisons différentes de la consommation de ces deux biens peuvent procurer à Laurence la même satisfaction.

Graphique 1 :
l'équilibre du consommateur :
cas de Laurence



L'ensemble des points correspondant à un panier de biens offrant à un agent une satisfaction identique définit une **courbe d'indifférence**.

Cette courbe ne tient nullement compte de la contrainte budgétaire et des prix, elle **exprime** simplement **qu'en tout point, la satisfaction est la même**.

Les courbes d'indifférence possèdent plusieurs propriétés. Elles sont notamment convexes, du fait de la décroissance de l'utilité marginale.

Pour une même personne et les mêmes biens, **il peut y avoir de nombreuses courbes d'indifférence**. Plus elles s'éloignent de l'origine, plus elles procurent au consommateur une satisfaction importante.

Mais la consommation est bloquée par la contrainte budgétaire. Dès lors, la courbe d'indifférence la plus élevée que le consommateur puisse atteindre est celle qui touche exactement la contrainte budgétaire – c'est-à-dire celle qui est tangente à la courbe de contrainte budgétaire.

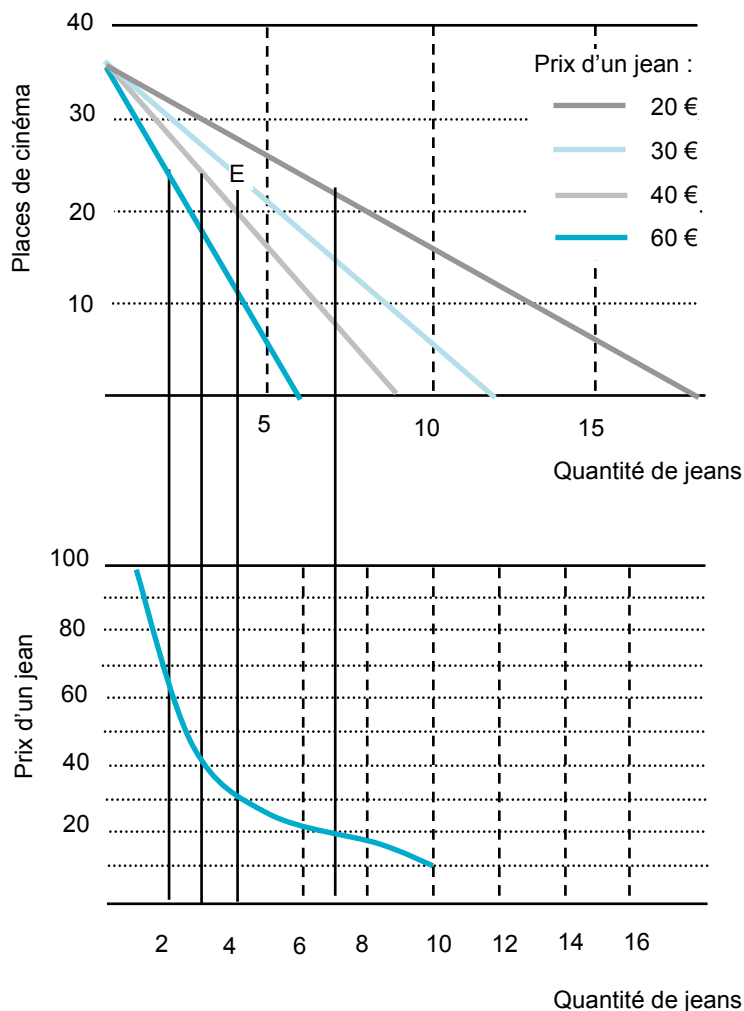
Le point de tangence entre les deux courbes définit **l'équilibre du consommateur** : les quantités de jeans et de places de cinéma correspondant à ce point maximisent la satisfaction de Laurence, compte tenu de sa contrainte budgétaire (cf. graphique 1). Tout autre point sur la courbe d'indifférence conduirait à des achats dont le montant excéderait son budget.

■ Des courbes d'indifférence à la courbe de demande individuelle

À contrainte budgétaire constante, 360 euros (toutes choses égales par ailleurs), que se passe-t-il quand le prix d'un jean augmente ?

À 30 euros, Laurence pouvait en acheter au maximum 12 ; si le prix sur le marché se fixe à 40 euros elle ne peut plus s'en procurer que 9 au maximum et, à 60 euros, 6.

Graphique 2 (2a et 2b) : de l'équilibre du consommateur à la courbe de demande de Laurence



Le graphique 2a montre comment la contrainte budgétaire pivote vers la gauche à mesure que le prix du jean augmente ou vers la droite quand ce même prix diminue. Le graphique 2b, qui correspond à la courbe de demande individuelle de jeans de Laurence, montre qu'au fur et à mesure que le prix augmente, la demande de jeans diminue.

Cela est le résultat de deux effets : un **effet de revenu** et un **effet de substitution**.



L'effet de revenu

Une baisse du pouvoir d'achat se traduit, toutes choses égales par ailleurs, par une diminution des quantités demandées de chaque bien.



L'effet de substitution

Lorsqu'un bien devient plus cher relativement à un autre, la demande baisse pour le premier et se répercute sur le second.

La demande est donc une fonction décroissante du prix du marché¹.

La courbe de demande individuelle est personnelle car chacun réagit au prix en fonction de l'utilité marginale (plaisir) qu'il accorde à la quantité demandée et à sa contrainte budgétaire.

Si l'on fait abstraction, pour simplifier, de l'hypothèse d'atomicité, on peut représenter, à partir du tableau 1, les courbes de demande de jeans de Laurence et de deux autres personnes, en fonction du prix (graphiques 2b et 3).

Tableau 1. Demandes individuelles et demande agrégée de jeans

Prix en euros	D _L	D _D	D _A	D
100	1	0	0	1
60	2	1	1	4
40	3	2	1	6
30	4	3	2	9
25	5	4	3	12
20	7	6	4	17
15	9	8	5	22
10	10	9	6	25

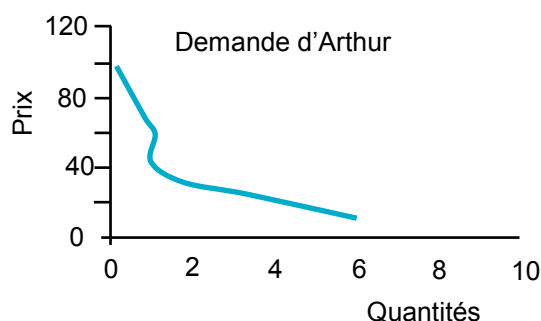
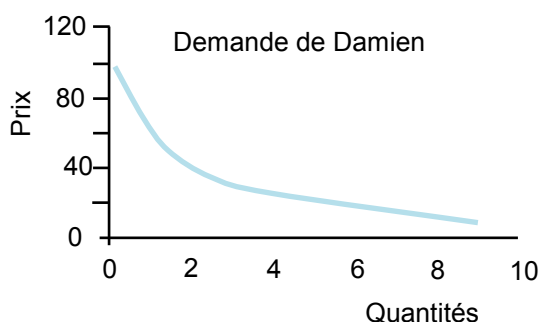
D_L = quantités demandées par Laurence

D_D = quantités demandées par Damien

D_A = quantités demandées par Arthur

D = demande agrégée

Graphique 3 : les courbes de demande de Damien et Arthur



2.1.2. La courbe de demande du marché



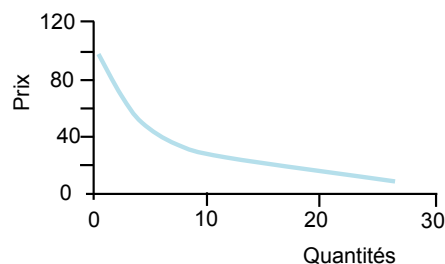
La courbe de demande du marché

« Elle indique la quantité totale de biens qui sera demandée à chaque niveau de prix » par tous les consommateurs du marché².

Elle s'obtient en additionnant pour chaque prix les quantités demandées par chaque demandeur (tableau 1).

La courbe de demande du marché est, par agrégation, une fonction décroissante du prix.

En reprenant l'exemple simplifié des demandes de jean des trois consommateurs, on obtient la courbe du graphique 4.



¹ Ce cas correspond au plus courant. En fait, il existe des biens dont la demande est croissante en fonction du prix, car l'effet de revenu peut être en sens inverse du sens habituel : une baisse du pouvoir d'achat peut en effet provoquer une augmentation de la demande pour des produits « inférieurs ».

² « Principes d'économie moderne », J.E. Stiglitz, C. Walsh, J.-D. Lafay, De Boeck, 3^e édition (2007)

2.2. De l'offre individuelle à l'offre de marché

2.2.1. Les déterminants de l'offre individuelle

L'offre individuelle dépend de nombreux facteurs et contraintes :

- du **prix sur le marché** ;
- du **coût des facteurs de production** ;
- des **prix des autres biens et services**.

L'offre individuelle sur le marché des biens et des services exprime la quantité qu'une entreprise est disposée à vendre à un prix donné.

Toutes choses égales par ailleurs, comment l'offre varie-t-elle en fonction du prix du marché ?

2.2.2. La courbe d'offre individuelle

■ La combinaison des facteurs de production

Les facteurs de production sont classés en quatre grandes catégories :

- le **travail** (Travail ou *Labor* en anglais) ;
- le **capital** (K = usine, machines, logiciels...) ;
- les **matières premières** ;
- le **progrès technologique**.



La fonction de production

La fonction de production indique la quantité maximale d'un bien que l'on peut obtenir pour chaque combinaison de facteurs.

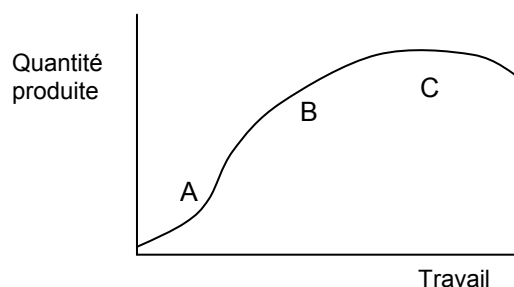
L'augmentation de l'utilisation de l'un des facteurs (à quantité constante pour les autres) entraînera le plus souvent un accroissement de la production.

Cependant, si cet accroissement est important pour les premières quantités produites (voire plus que proportionnelle à la quantité additionnelle de facteurs comme dans une usine de montage), ce gain aura tendance à faiblir par la suite, pour devenir éventuellement négatif (pertes).

La production moyenne se ralentit dans la mesure où, à la marge, l'utilisation d'une unité supplémentaire du facteur se traduit par un moindre gain de production.

On parle de production ou de **productivité moyenne** (PM) pour traduire le rapport entre la quantité produite et la quantité de facteur utilisée. La **productivité marginale** (Pm) est le supplément de production obtenu grâce à l'utilisation d'une unité supplémentaire de facteur.

Pm est d'abord croissant (A sur le diagramme) puis décroissant (B) pour devenir nulle (C), voire négative.



L'application la plus répandue du concept de productivité des facteurs de production est celui de **productivité du travail** (moyenne ou marginale).



La productivité du travail

C'est la quantité de produit par unité (moyenne ou marginale) de travail.

Il est généralement admis que, au moins sur le moyen et long terme, la **progression de la productivité du travail est une condition** nécessaire – et peut-être suffisante – à la **croissance économique** et à la hausse des revenus et, donc, plus généralement au bien-être individuel et collectif.

Cependant ce concept simple n'est pas sans poser des problèmes pratiques : faut-il l'exprimer par tête (base annuelle en général) ou par heure travaillée (base horaire) ? Si le premier rapport est favorable aux États-Unis, le second est plus favorable aux Européens et aux Français en particulier.

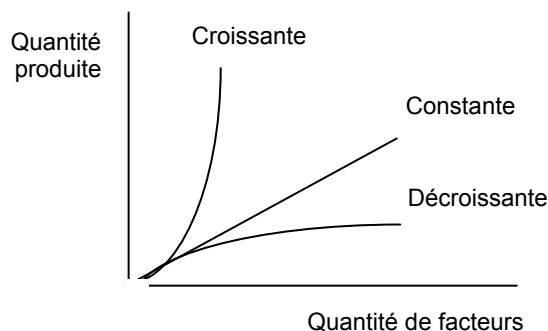
De nombreuses études récentes soulignent le caractère ambigu des données statistiques.

$$\text{Productivité par tête} = \frac{\text{Quantité de biens produits}}{\text{Effectifs employés}} \quad \text{Productivité horaire} = \frac{\text{Quantité de biens produits}}{\text{Effectifs} \times \text{durée du travail}}$$

■ La combinaison des facteurs coût et le rendement d'échelle

On distingue d'abord les **coûts fixes** (indépendants des quantités produites, comme les amortissements) et les **coûts variables** qui dépendent de la production. Outre le coût moyen et le coût marginal, il convient d'introduire la notion de **rendement d'échelle**. On parlera de rendement d'échelle croissant (inversement décroissant) lorsque l'augmentation identique et simultanée de tous les facteurs entraîne une hausse supérieure (inversement inférieure) de la quantité produite.

Par ailleurs, l'économie d'échelle est un cas particulier des rendements d'échelle croissants.



L'économie d'échelle

Une économie d'échelle correspond à une baisse du coût moyen lorsque la quantité produite augmente.

■ Le coût marginal

Si l'on considère que l'objectif économique d'une entreprise est de maximiser son profit, elle ne peut dès lors concevoir de vendre un bien s'il lui coûte plus qu'il ne lui rapporte.



Le coût marginal

L'analyse néoclassique appelle coût marginal le coût supplémentaire lié à la production d'une unité supplémentaire.

L'entreprise acceptera de mettre sur le marché une certaine quantité si son coût marginal est inférieur ou égal à la recette marginale.

Tant que le prix du marché, sur lequel l'entreprise ne peut pas agir (atomicité), est supérieur au coût marginal, l'entreprise offrira davantage, puisque son profit global s'accroîtra pour chaque nouvelle unité. Au contraire, si le prix du marché est inférieur au coût marginal, l'entreprise réalisera une perte sur la dernière unité qui viendra grever son profit global.

Donc l'entreprise cesse d'augmenter son offre dès que son coût marginal est égal au prix du marché.

Or, à court terme, l'hypothèse était que le coût marginal augmentait quand la quantité augmentait¹ (voir supra référence à Alfred Marshall).

■ La fonction d'offre par rapport au prix

Elle découle du raisonnement précédent.

L'entreprise augmente son offre tant que le coût marginal, qui croît en fonction de la quantité offerte, est inférieur au prix du marché. Plus le prix du marché est élevé, plus la quantité correspondant à l'égalisation entre le prix et le coût marginal sera élevée.

L'offre individuelle sur le marché est donc une fonction croissante des prix.

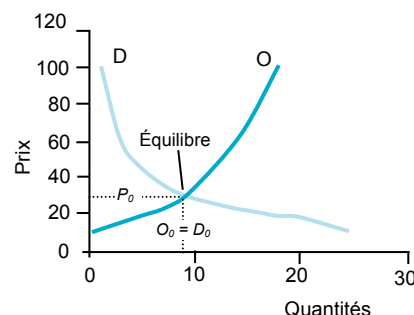
Comme pour la demande individuelle, il existe autant de courbes d'offre individuelle que d'entreprises.

¹ À court terme, on suppose que le capital est constant. Plus la quantité produite s'accroît, plus l'entreprise se rapproche de la zone de pleine utilisation de ses capacités de production. Les salariés sont alors amenés à faire des heures supplémentaires et l'usage intensif des machines a tendance à augmenter le nombre de pannes. Tout ceci concourt à faire croître le coût marginal quand la quantité augmente.

2.2.3. La courbe d'offre de marché

La courbe d'offre globale s'obtient en additionnant les quantités offertes d'un bien, par chacune des entreprises, à chaque niveau de prix. Elle est, par construction, une fonction croissante du prix.

On peut, avec les données ci-dessous, tracer la courbe d'offre du marché du jean (graphique 5).



2.3. L'équilibre du marché de concurrence pure et parfaite

Sur un marché, les courbes de demande et d'offre, variant en sens inverse, se croisent (graphique 5). En ce point particulier, c'est-à-dire à ce prix ($p_0 = 30$ euros), la quantité offerte est égale à la quantité demandée ($O_0 = D_0 = 9$) (tableaux 1 et 2). Cette quantité et le prix sont appelés respectivement **quantité d'équilibre** et **prix d'équilibre**.

Tableau 2. L'offre agrégée de jeans

Prix en euros	Offre agrégée
100	18
60	14
40	11
30	9
25	8
20	6
15	3
10	0

2.3.1. La notion d'équilibre

Comme en physique, il y a équilibre lorsque les forces opposées se compensent.

Sur le marché, en ce point, la demande étant égale à l'offre, les consommateurs comme les entreprises, qui étaient disposés à échanger à ce prix, sont pleinement satisfaits.

Pour eux, l'échange a lieu dans les meilleures conditions possibles, ils ne sont donc pas tentés de modifier la situation.

2.3.2. Le mécanisme d'ajustement du prix : la loi de l'offre et de la demande

En fait, l'équilibre n'est pas spontané mais atteint par tâtonnement, grâce à un mécanisme d'ajustement. Reprenons l'exemple du jean.

À 60 euros, les entreprises sont prêtes à en vendre 14 alors que seuls 4 peuvent être écoulés. Pour réduire leur stock, certaines d'entre elles vont commencer à diminuer leur prix, espérant ainsi capter la clientèle de leurs concurrents.

Mais au fur et à mesure que le prix baisse, la demande augmente et l'offre diminue. Ce mécanisme se poursuit jusqu'à ce que l'offre et la demande s'égalisent au prix d'équilibre.



La loi de l'offre et de la demande

« Dans les économies de marché concurrentielles, les prix effectifs tendent vers le prix d'équilibre (...). Il s'agit de la loi de l'offre et de la demande. Notons que cette loi ne signifie pas que le prix est situé à tout moment à l'intersection des courbes d'offre et de demande. (...) Le marché peut osciller pendant un certain temps au cours de son processus d'ajustement. »¹

Le bon fonctionnement du marché est assujéti à une parfaite flexibilité des prix à la hausse comme à la baisse ; ainsi, la fixation d'un prix plafond ou plancher par l'État empêche l'ajustement de l'offre et de la demande.

En courte période, la variable d'ajustement de l'offre et de la demande est le prix.

2.4. Les modifications de l'équilibre de marché

À terme, les courbes d'offre et de demande ne sont pas figées.

Les variations des quantités échangées et des prix ne se font plus seulement le long des courbes² ; ces dernières se déplacent aussi globalement sous l'effet de nombreux facteurs qui, jusqu'alors, ont été maintenus constants.

2.4.1. Les facteurs de déplacement de la courbe de demande

■ L'effet revenu

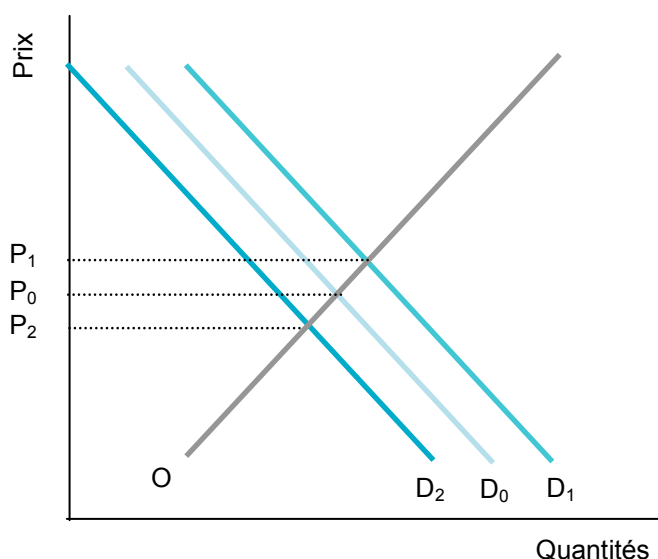


L'effet revenu

Toutes choses égales par ailleurs, l'augmentation du revenu conduit à augmenter la quantité demandée des biens à chaque niveau de prix.

Ainsi, la demande des ménages en biens d'équipement a suivi la hausse du pouvoir d'achat. Concrètement, cela se manifeste par un déplacement de la courbe de demande D_0 vers D_1 (graphique 6). Ce ne sont pas les prix qui varient mais les quantités demandées sous l'impulsion d'une hausse du revenu. Dans le cas d'une baisse du revenu, la courbe de demande se déplace vers D_2 .

Graphique 6 : le déplacement de la courbe de demande



¹ *Principes d'économie moderne*, J.E. Stiglitz, C. Walsh, J.-D. Lafay, De Boeck, 3^e édition (2007)

² Quand le prix d'un jean passe de 40 euros à 60 euros, la demande baisse de 6 à 4 pendant que l'offre passe de 11 à 14.

En réalité, la réaction de la demande à l'augmentation des revenus dépend du type de biens :

- pour les **biens de nécessité**¹, l'augmentation du revenu a un effet limité sur la demande. Dans ce cas, on dit que l'élasticité de la demande par rapport au revenu est faible ;
- pour d'autres biens, appelés **biens de luxe**, l'élasticité de la demande par rapport au revenu est élevée (les loisirs par exemple).

En cas de baisse du revenu, les ménages réduisent en priorité ce type de consommation. Pour des biens dits inférieurs, l'augmentation du revenu induit une baisse de la demande, car ils sont remplacés par d'autres de meilleure qualité ou jugés comme tels.

■ L'élasticité-prix

La forme de la courbe traduit la sensibilité de la quantité demandée à l'égard d'une variation du prix. Une variation donnée à partir de p_1 (niveau de prix cher) provoquera une moins forte variation (en %) de la quantité demandée qu'une même variation au point p_2 (niveau de prix plus bas). On dit que la demande est moins élastique en 1 qu'en 2.



L'élasticité se définit comme le changement proportionnel d'une variable y par rapport à une autre variable x .

Dans l'exemple donné, l'élasticité-prix est variable selon le prix considéré. Ainsi, une **élasticité constante**, quel que soit le niveau de prix, se traduirait par une courbe se confondant avec une droite. Par ailleurs, la relation inverse entre prix et quantité demandée implique une **élasticité négative**, caractéristique de tout bien dit normal.

La **demande** est dite **inélastique** si, par exemple, une variation de prix de 1 % entraîne une variation de la demande inférieure à - 1 %. Au-delà de - 1, on parle de demande élastique. Autre exemple : lorsque le prix de l'essence augmente de 10 %, la demande chute de 5 %, ce qui signifie que l'élasticité de la demande est de - 0,5.

■ La modification des prix relatifs²

À revenu constant, les variations des prix des autres biens peuvent affecter la demande du bien.

Ainsi, au fur et à mesure que le prix des lecteurs de DVD a baissé, la demande s'est accrue au détriment de celle des magnétoscopes. Il s'agit dans cet exemple de deux biens substituables, mais un effet identique peut se produire dans le cas de biens non substituables : la flambée du prix du pétrole conduit des ménages à réduire certaines consommations, notamment les loisirs.

La modification des prix relatifs déplace la courbe de demande d'un bien, puisqu'à chaque prix, la demande augmentera ou diminuera. **Les déplacements sont identiques à ceux décrits dans l'effet-revenu.**

L'intensité de la variation des prix relatifs sur la demande d'un bien dépend de la nature du bien (bien de nécessité, de luxe, substituable ou non, etc.).

Enfin, d'autres facteurs peuvent également provoquer un déplacement de la courbe de demande :

- changements démographiques ;
- modifications des goûts et des préférences, etc.

Qu'elle qu'en soit l'origine, à offre constante, le déplacement de la courbe de demande modifie le prix d'équilibre (p_0 , p_1 , p_2) (graphique 6).

2.4.2. Les principaux facteurs de déplacement de la courbe d'offre

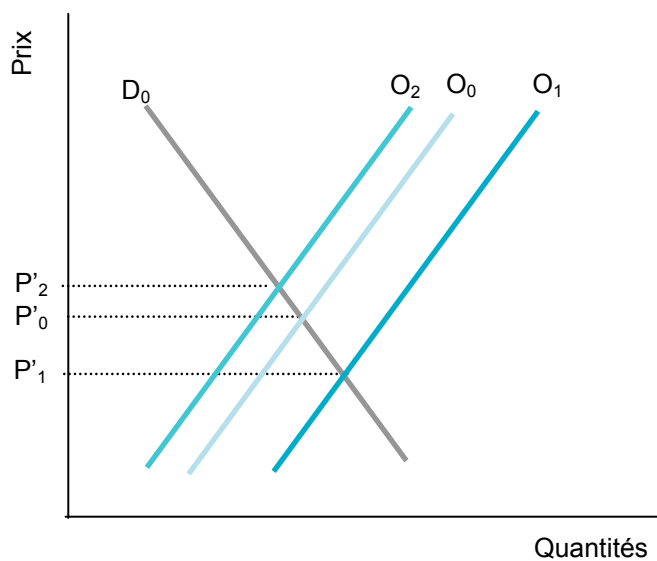
■ Le progrès technique

À terme et toutes choses égales par ailleurs, **le progrès technique est générateur de gains de productivité**. Il concourt à faire baisser le coût marginal pour une quantité donnée. Les entreprises, à un coût marginal donné, produiront plus car cela augmentera leur profit. Cette évolution induit un déplacement de la courbe d'offre de O_0 vers O_1 (graphique 7).

¹ Ils répondent à des besoins prioritaires comme les besoins alimentaires de base.

² Rapport entre le prix d'un bien et celui d'un autre bien : prix de A / prix de B.

Graphique 7 : le déplacement de la courbe d'offre



■ La variation du prix des facteurs de production

Toutes choses égales par ailleurs, **si le prix du cacao augmente, le coût marginal du chocolat fera de même.**

Si, pour une quantité donnée, le coût marginal s'élève, les entreprises seront incitées à réduire l'offre pour chaque niveau de prix. La courbe d'offre se déplacera de O_0 vers O_2 (graphique 7). Qu'elle qu'en soit l'origine, à demande constante, le déplacement de la courbe d'offre modifie le prix d'équilibre (p_0 , p'_1 , p'_2) (graphique 7).

Les déplacements des courbes d'offre et de demande expriment qu'à terme, les ajustements se font par les quantités.

2.5. Le rôle du marché

Si l'hypothèse de transparence est vérifiée, le niveau du prix qui se fixe sur un marché de concurrence pure et parfaite signale aux offreurs et aux demandeurs que le bien devient rare ou abondant.

Dès lors, « *les prix sont un mode de communication entre les divers agents économiques* »¹ qui commandent leurs décisions et leurs choix, les coordonnent et les rendent cohérents.

Grâce aux prix, les entreprises savent quels biens produire mais aussi combien de travailleurs il faut embaucher et quels investissements réaliser, car les marchés sont interdépendants.

Les consommateurs affectent leurs revenus de manière optimale, c'est-à-dire de façon à maximiser leur satisfaction. Ainsi, le système de prix détermine l'allocation optimale des ressources économiques rares.

De surcroît, dans le cadre théorique de la concurrence pure et parfaite, la fixation du prix résulte des actions individuelles de tous les agents économiques sans que quiconque n'ait la possibilité d'agir individuellement sur son niveau. Le prix se fixe donc automatiquement² et quel que soit son niveau à un moment donné, les mécanismes du marché le feront tendre vers le prix d'équilibre, assurant ainsi une autorégulation.

Si la loi de l'offre et de la demande sur le marché de la concurrence pure et parfaite est une représentation modélisée de la réalité, qui est loin d'être exempte de critiques, elle se révèle très utile pour comprendre la variation des prix et prévoir aussi certains changements.

¹ *Principes d'économie moderne*, J.E. Stiglitz, C. Walsh, J.-D. Lafay, De Boeck, 3^e édition (2007).

² La « main invisible » selon l'expression d'Adam Smith.

2.6. Une réalité plus complexe

La réalité de la formation des prix est en fait beaucoup plus complexe parce que les marchés ont des structures différentes.

En **monopole**¹, l'entreprise qui a connaissance de l'état de la demande et de ses réactions à la variation des prix, a le pouvoir de fixer le prix et la quantité qu'elle offrira de façon à maximiser son profit. Son pouvoir est d'autant plus grand que le risque d'entrée sur le marché d'un concurrent est faible.

Dans le cas de la **concurrence monopolistique**², la qualité du bien prend le pas sur le prix pour déterminer les quantités écoulées.

Le prix sur un **marché oligopolistique**³ dépend de la stratégie des entreprises. Pour se partager le marché, ou elles s'entendent sur le prix, ce qui revient à un prix de monopole, ou elles se font concurrence. Dès lors, le prix aura tendance à se fixer selon la loi de l'offre et de la demande.

3. LA CONCURRENCE

Depuis la métaphore de la main invisible d'Adam Smith, **la concurrence est considérée comme un élément indispensable à la régulation des économies de marché.**

Quoique souvent appréhendée comme une norme à laquelle les économies devraient se conformer, la concurrence est également depuis longtemps utilisée par les économistes comme un concept scientifique permettant d'expliquer la réalité.

Contrairement à l'idéal de concurrence parfaite, les modèles de concurrence imparfaite (monopole, duopole, concurrence monopolistique, etc.) cherchent à rendre compte de la réalité des marchés.

3.1. La concurrence : norme ou concept

3.1.1. La norme de la concurrence

« Lorsque divers particuliers s'occupent à vendre une même denrée, chacun s'efforce de la donner meilleure ou à plus bas prix, pour obtenir la préférence de l'acheteur. », F. Veron de Forbonnais in *l'Encyclopédie* de Diderot et d'Alembert (1753).

L'idée de concurrence apparaît d'abord comme une norme ou un idéal. Par la suite, l'objectif commun des économistes est de montrer que, dans la sphère économique, la liberté de chacun est compatible avec l'intérêt de tous, dès lors que le cadre institutionnel conduit la recherche de l'intérêt personnel à servir l'intérêt collectif.

C'est la fameuse main invisible telle qu'interprétable dans l'ouvrage d'Adam Smith *Théorie des sentiments moraux* (1759)⁴: « Une main invisible semble forcer (les riches) à concourir à la même distribution des choses nécessaires qui aurait eu lieu si la terre eût été donnée en égale portion à chacun de ses habitants ; ainsi, sans en avoir l'intention, sans même le savoir, le riche sert l'intérêt social et la multiplication de l'espèce humaine ».

La concurrence y est présentée comme un idéal auquel il faut chercher à conformer le système économique pour garantir son bon fonctionnement.

3.1.2. La concurrence comme concept scientifique

On peut également envisager le concept de concurrence comme une grille de lecture sans lien avec le caractère positif ou négatif de cette dernière.

Notamment, la concurrence ne s'oppose pas à l'intervention de l'État : il s'agit de deux procédures complémentaires. En effet il ne peut y avoir de concurrence sans un cadre institutionnel et l'État peut utiliser le processus concurrentiel pour assurer ses missions de service public (appels d'offres pour marchés publics). Ainsi, le recours au concept de concurrence n'implique pas l'adhésion à telle ou telle position doctrinale mais doit être considéré comme un outil permettant d'éclairer certains aspects de la réalité.

¹ Marché sur lequel toute l'offre est assurée par une seule entreprise.

² Marché sur lequel les quelques offreurs d'un même bien mettent tout en œuvre pour différencier le leur de celui des autres.

³ Quelques producteurs offrent un bien strictement identique.

⁴ Cette même « main invisible » apparaîtra dans son ouvrage « *La richesse des nations* » (1776), l'une étant une approche discontinuée du libéralisme classique, l'autre une approche d'inspiration plus sociale libérale ; entre les deux œuvres, on pourrait parler de contradiction, « *Das Adam Smith Problem* ».

3.2. Les modèles de concurrence

On identifie trop souvent le concept de concurrence au modèle de concurrence pure et parfaite nécessitant les cinq conditions vues supra, mais de nombreux modèles diffèrent de cette vision étroite. Certains modèles théorisent la concurrence imparfaite. Dans ce cadre, il y a non seulement coordination mais également coopération (collusion).

■ Le monopole

L'entreprise en situation de monopole fournit la totalité de la production (d'un bien homogène) de la branche considérée en présence d'une infinité d'acheteurs. Elle doit cependant se préoccuper des « préférences » des consommateurs étant potentiellement soumise à la concurrence de nouveaux entrants sur le marché (on peut citer IBM confronté à l'émergence d'Apple sur le marché des ordinateurs personnels à partir des années 1980).

■ La concurrence monopolistique

On peut étendre ce modèle pour tenir compte de la différenciation des produits et donc de l'existence d'un pouvoir de marché.

Soient plusieurs entreprises produisant des substituts proches, chaque entreprise produisant une variété unique et l'entrée étant libre sur le marché. Si l'une d'elle augmente son prix, elle ne perdra néanmoins pas la totalité de sa demande, son produit possédant des caractéristiques uniques fidélisant les consommateurs. Chaque entreprise se comporte donc comme un monopole, supposant qu'elle pourra modifier son prix sans effet sur ses concurrents.

De fait, si une entreprise baisse son prix et est en perte, elle disparaîtra du marché mais si un potentiel de profit existe toujours sur son marché, de nouveaux acteurs pourront entrer, chacun ayant un impact négligeable sur les demandes et profits des acteurs toujours en place.

Ces caractéristiques justifient la dénomination de ce type de marché : concurrence (grand nombre d'entreprises sur un marché libre) monopolistique (chaque entreprise ayant le monopole de la variété qu'elle produit).

■ Le duopole

Le duopole est une situation de concurrence imparfaite dans laquelle deux vendeurs rencontrent un très grand nombre d'acheteurs.

La variable d'ajustement est généralement la quantité dans ces modèles, la manipulation des prix étant certes possible mais risquant de déboucher sur une guerre des prix à l'issue incertaine.

Les entreprises dans ce contexte préfèrent avoir recours soit à la concurrence par les produits, soit à un ajustement par les quantités, le partage du marché dépendant de chacun des protagonistes. Si chacun veut dominer, s'ensuit un affrontement de « double maîtrise ». Si l'un d'eux accepte une position de dépendance, il y a équilibre stable (duopole asymétrique). Si les deux concurrents sont « amicaux », un ajustement progressif conduit à un partage stable du marché.

■ Le monopsonne

Le monopole décrivait la situation où le producteur était seul sur un marché donné. Dans le cas du monopsonne, c'est l'inverse : sur un marché, de nombreux offreurs sont face à un acheteur unique.

Ce peut être le cas lorsqu'une entreprise est la seule à offrir du travail dans un bassin d'emploi donné.

Dans le cas d'un monopsonne où une grande entreprise serait la seule à acheter la matière première (produit agricole ou industriel) dans une région donnée, par exemple, les vendeurs (petits producteurs dans ce cas), pourraient se regrouper, aboutissant ainsi à un monopole bilatéral où un offreur et un demandeur seulement se font face.

La concurrence peut donc revêtir plusieurs formes, le modèle de concurrence parfaite étant l'idéal à partir duquel définir de nouveaux modèles dont chacun se montrerait plus performant pour analyser tel ou tel aspect de la réalité par le relâchement de telle ou telle hypothèse.

3.3. Concurrence, coordination et équilibre économique

Dans une économie marchande, chaque producteur prend des décisions qui lui sont propres quant à ses facteurs de production dont rien ne garantit, *a priori*, la coordination ni la compatibilité. L'une des réponses possible à cette question de la coordination est constituée par les mécanismes du marché concurrentiel.

Dans le modèle de base de la concurrence parfaite, on fait abstraction du temps : le modèle est donc statique et toutes les décisions sont prises simultanément (celles concourant à la détermination des prix du marché et prise de ce prix de marché comme paramètre de décision). La coordination des actions des agents s'opérant alors par l'intermédiaire des prix, la concurrence est, dans ce cas, une concurrence par les prix. Vendeurs et acheteurs sont « preneurs de prix » et n'exercent donc aucun « pouvoir de marché » puisqu'aucun n'est en mesure d'influencer le prix d'équilibre.

Dans cette perspective, l'état de la technique est donné tout comme les goûts des consommateurs et l'équilibre auquel on parvient est stable.

Si la concurrence ainsi entendue permet de maximiser l'avantage collectif, il revient alors aux pouvoirs publics d'en maintenir les conditions en luttant contre les concentrations monopolistiques, les cartels, les ententes ou autres abus de position dominante.



Historique : origines et fondements des politiques de concurrence

L'histoire du droit à la concurrence commence véritablement aux États-Unis, à la fin du XIX^e siècle, avec les premières lois anti-trust. Elles trouvent leur origine dans les mouvements populistes et agricoles voyant dans les trusts les responsables du déclin des petits artisans et agriculteurs. C'est dans ce contexte politique polémique que naît le Sherman Act, en 1890, qui consiste à déclarer illégale « toute entente en vue de restreindre les échanges ou le commerce entre les différents États de l'Union ou avec les pays étrangers » (art.1). Ce texte insiste ainsi sur le fait que les mécanismes de marché doivent rester libres des entraves que les acteurs cherchent à établir pour asseoir leur pouvoir. Le Clayton Act, en 1914, poursuit la construction d'un édifice anti-trust par l'explicitation de la liste des pratiques prohibées : discrimination par les prix, accords de distribution exclusive, ventes liées, conseils d'administration imbriqués où siègent les mêmes personnes.

3.4. Concurrence et dynamique économique

À l'opposé de la conception de la concurrence comme un état (concurrence parfaite), on peut l'envisager comme un processus. Cette approche considère comme insatisfaisant un modèle reposant sur la centralisation de l'information, le propre des économies de marché résidant justement dans leur caractère décentralisé.

La concurrence est ici un processus permettant de produire et gérer l'information nécessaire à la coordination des décisions des agents.

De même, l'économie ne peut être en équilibre (dans un modèle de concurrence parfaite) que si l'état de la technique et les préférences des agents sont donnés. Or, dans un système où les agents économiques sont libres de leurs décisions, des changements interviennent constamment et créent des déséquilibres. La concurrence est donc un processus permettant de gérer en continu ces déséquilibres.

Le processus concurrentiel résulte donc, non seulement des prix, mais aussi de l'innovation : il y a donc un lien très fort entre innovation et dynamique économique.

Or, l'entrepreneur ne peut innover que s'il est relativement et/ou temporairement à l'abri de la pression concurrentielle. Les systèmes de brevet, par exemple, protègent les innovations contre la concurrence. Les producteurs adoptent également des stratégies (intégration verticale ou horizontale entre autres) limitant la concurrence. Pour autant, la concurrence ne disparaît pas : il s'agit d'un **processus qui contraint les agents à s'adapter aux changements, les institutions d'une économie de marché devant faire en sorte que ces adaptations se déroulent de façon suffisamment progressive pour que l'univers reste prévisible.**

■ Concurrence, innovation et emploi : l'exemple du transport aérien

Dans *Les ennemis de la concurrence et de l'emploi* (2006), les auteurs (P. Cahuc, F. Kramaz et A. Zylberberg) montrent que le développement important des six plus grands transporteurs aériens « à bas coûts » s'explique notamment par l'introduction d'un certain nombre d'innovations qui aboutit à des gains de productivité du travail nettement supérieurs à ceux des grandes compagnies traditionnelles : accroissement du nombre de sièges par appareil, réduction *a minima* des services à bord, prestations payantes, faible éventail des types d'appareils utilisés, structures administratives minimales et utilisation de petits aéroports.

Cette politique, permise par la libéralisation du transport aérien, a permis à ces compagnies de créer des emplois alors même que les compagnies traditionnelles en détruisaient. Le processus de « destruction créatrice » s'est ainsi réalisé au détriment des plus grandes compagnies mais en faisant progresser considérablement la productivité du secteur : de plus en plus de personnes prennent l'avion, de nouvelles lignes se créent et de nombreux emplois sont redistribués au sein du secteur.

Le fonctionnement effectif d'une économie est caractérisé par l'existence de déséquilibres dynamiques, la tendance à l'équilibre permettant la coordination des décisions des agents et la correction provisoire des déséquilibres.

D'autre part, la concurrence peut, de façon légitime, tendre à la concentration, voire au monopole, dès lors que les producteurs « survivants » sont les plus à même de satisfaire les demandes des consommateurs.



Sources

Cahiers Français n° 345, « Comprendre l'économie » vol.1.



Pour en savoir plus

■ Lire

- **Sur la microéconomie**

La théorie économique néoclassique, Microéconomie, macroéconomie et théorie des jeux, par E. Bénicourt et B. Guerrien, éditions La Découverte.

La nouvelle microéconomie, par P. Cahuc, éditions La Découverte, collection « Repères ».

L'économie expérimentale, par N. Eber & M. Willinger, éditions La Découverte, collection « Repères ».

La théorie des jeux, par B. Guerrien, éditions Economica.

Leçons de théorie microéconomique, par D. Kreps, éditions Presses Universitaires de France.

Experimental Economics from the Vantage-Point of Behavioural Economics, par G. Loewenstein, in The Economic Journal n°109.

Introduction to Experimental Economics par A.E. Roth in Handbook of Experimental Economics, éditions Princeton University Press.

- **Sur la concurrence**

Économie et politique de la concurrence, par E. Combe, éditions Dalloz.

Économie des fusions et acquisitions par N. Coutinet et D. Sagot-Duvaurox, éditions La Découverte.

Politiques de la concurrence, Rapport du CAE n°60, par D. Encoua et R. Guesnerie, éditions La Documentation française.

La concurrence imparfaite et La différenciation des produits, par J. Gabszewicz, éditions La Découverte.

L'économie de marché, par R. Guesnerie, éditions Le Pommier.

La concurrence, par P. Salin, éditions PUF.

Le Grand Méchant Marché : décryptage d'un fantasme français par D. Thesmar et A. Landier, éditions Flammarion.

- **Sur le commerce mondial**

Consulter les données et statistiques de l'OMC :

http://www.wto.org/french/res_f/statis_f/data_pub_f.htm

■ Regarder

- **Sur la microéconomie**

Information and the Change in the Paradigm of Economics, discours de réception du prix Nobel le 8 décembre 2001 par J. E. STIGLITZ (durée 45'04") via le lien <http://nobelprize.org/mediaplayer/index.php?id=507&view=1>



1 H 00

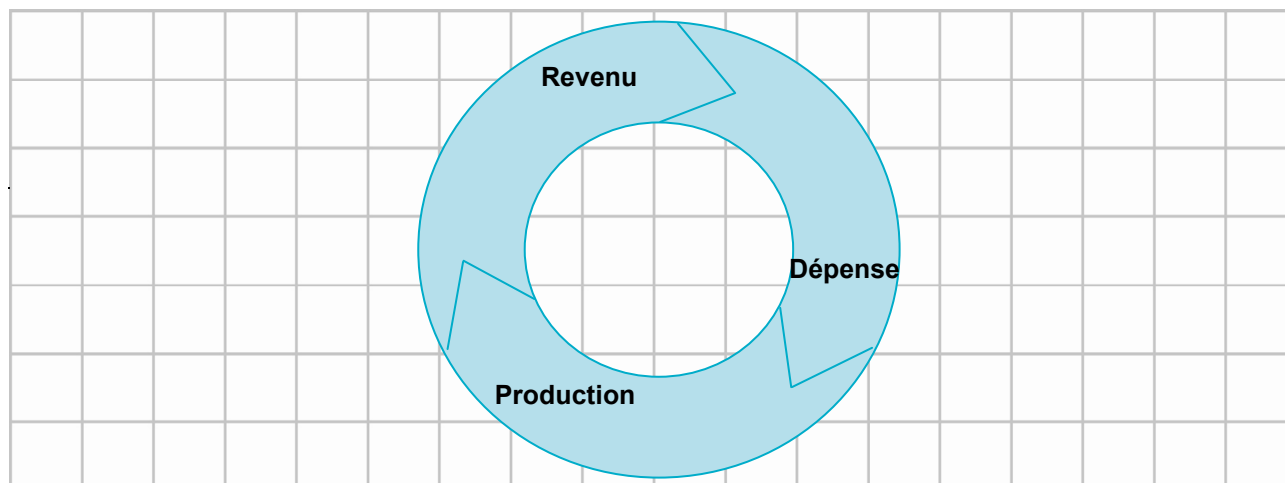
CHAPITRE 2 – LES PRINCIPES ÉCONOMIQUES FONDAMENTAUX

Les objectifs pédagogiques : Appréhender les fonctions économiques fondamentales.
Clarifier la terminologie de la comptabilité nationale.

L'activité économique repose sur la circulation de flux, réels et monétaires, entre plusieurs types d'agents. C'est à partir de ce principe qu'a été développée la représentation de l'économie par un circuit, dont la comptabilité nationale constitue la version la plus aboutie. Cette optique privilégie les relations qu'entretiennent les agents et s'oppose sur de nombreux points à l'approche en termes de marché, qui se concentre sur leur comportement.

Les banques, rouages essentiels du financement de l'économie, sont elles aussi très attentives à l'évolution de ces grandeurs. Celles-ci sont les composantes essentielles de leur environnement macroéconomique qui détermine, en partie, les conditions d'exercice de leurs activités, notamment dans le cadre de l'intermédiation bancaire.

Les notions-clés



1. LE CIRCUIT ÉCONOMIQUE

Au milieu du XVIII^e siècle, François Quesnay (1694-1774), observateur de la circulation du sang dans le corps (il est chirurgien royal), s'en inspire pour théoriser la circulation des biens dans l'économie.



Un « circuit économique » est une représentation de l'activité économique qui insiste sur la circulation de flux, réels et monétaires, au sein d'une économie.

Cette manière de décrire le fonctionnement de l'économie, qui remonte donc aux origines de la science économique, **fait clairement apparaître les interdépendances entre les différents éléments d'un système économique.**

Cependant, le circuit ne saurait être réduit à un simple outil car il constitue aussi une représentation théorique qui oblige à repenser en profondeur la façon dont se régule une économie.

1.1. Une simplification indispensable de la réalité

Chaque jour, de multiples acteurs réalisent des opérations économiques si nombreuses que l'on ne peut toutes les décrire.

Pour mieux comprendre la réalité et n'en garder que les traits principaux, les économistes ont donc conçu des représentations simplifiées qui insistent sur ce qu'ils considèrent comme l'essentiel : la représentation en termes de « marché » explicite le comportement des acteurs.

L'approche en termes de « circuit » privilégie les relations qu'entretiennent ces acteurs à l'occasion de la circulation de flux¹ : ce que produisent les uns, d'autres le consomment, ce que dépensent les uns, d'autres le gagnent ; ce que veulent les uns, d'autres le leur apportent.

Les premiers économistes avaient déjà cherché à identifier et à décrire les relations qu'entretiennent les différents acteurs d'une économie et on remonte habituellement à François Quesnay et à son *Tableau économique* (1758) pour une première représentation en termes de circuit des interdépendances entre trois classes économiques.

Aujourd'hui encore, on peut repérer des groupes d'agents économiques qui se trouvent en situation d'interdépendance fonctionnelle. Mais quelles sont les fonctions qui les relient ? Et quels sont ces acteurs ?

1.2. Le circuit des fonctions économiques

Le circuit le plus simple est celui des fonctions économiques dans lequel sont représentés les flux de production, de revenus et de dépense.



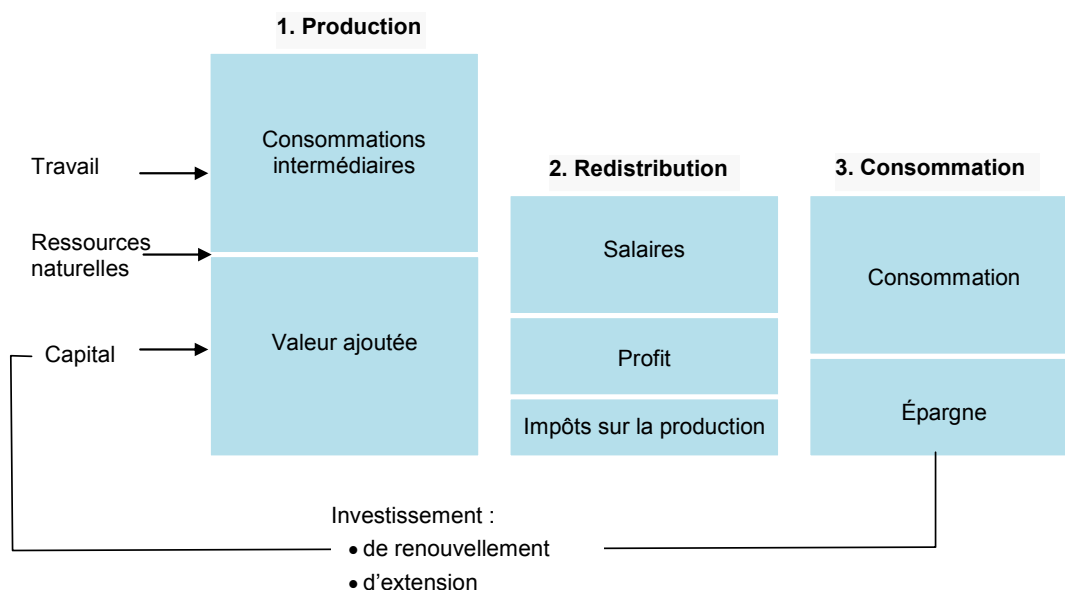
Le circuit simplifié des fonctions économiques

Dans ce circuit, « production – revenu – dépense » très simplifié, la richesse générée par la production permet de distribuer des revenus à ceux qui ont participé à la production, revenus qui sont eux-mêmes dépensés pour acheter la production.

Bien entendu, il se peut que les revenus soient en partie épargnés.

Dans ce cas, on considère qu'il y a une « fuite hors du circuit », c'est-à-dire un pouvoir d'achat inutilisé qui ne circule plus dans l'économie... Mais ceci n'est vrai que pour la faible part de l'épargne qui est thésaurisée, conservée hors du système bancaire sous forme de pièces et billets sans être placée.

Sinon, l'épargne est réinjectée dans le circuit lorsqu'elle est prêtée par les banques. L'emprunteur s'en servira à son tour pour consommer ou investir, alimentant la demande globale qui permettra à une production de s'écouler, à de nouveaux revenus de circuler, qui donneront lieu à de nouvelles dépenses, et ainsi de suite.



Source : AUNEGE

¹ Un flux est la différence entre deux stocks à l'issue d'une période donnée : par exemple, si le patrimoine (stock) s'accroît au cours d'une année, c'est qu'il a été alimenté par un flux d'épargne.

1.3. La mise en évidence des interdépendances entre les acteurs économiques

Mais les flux que nous venons d'évoquer sont toujours à double sens : ils sont à chaque fois une dépense pour certains acteurs et une ressource pour d'autres, traduisant ainsi l'interdépendance entre les ménages, les entreprises, les administrations et les institutions financières.

L'interdépendance des acteurs au sein du circuit

Ressources Dépenses	Entreprises	Ménages	Administrations	Institutions financières
Entreprises (sociétés non financières)	Consommations intermédiaires Investissements Dividendes	Salaires Dividendes	Impôts et cotisations sociales	Intérêts Dividendes
Ménages	Consommation finale Investissements	Loyer	Impôts et cotisations sociales	Intérêts
Administrations publiques	Consommations intermédiaires Subventions Investissements	Prestations sociales Salaires		Intérêts de la dette
Institutions financières	Investissements Consommations intermédiaires	Prêts Intérêts	Impôts et cotisations sociales	Intérêts

Salaires : les salaires sont une dépense des entreprises en direction des ménages, pour qui il s'agit d'une ressource.

■ Les entreprises

Les entreprises sont des entités juridiquement autonomes, **organisées pour produire des biens et services marchands** : elles achètent aux autres entreprises des matières premières (consommations intermédiaires), leurs biens de production (investissement) et reversent des dividendes à celles qui détiennent une partie de leur capital. Elles emploient et rémunèrent le travail (salaires) et le capital (dividendes) fournis par les ménages. Elles empruntent auprès des banques (et leur versent des intérêts pour cela) et délivrent des dividendes aux personnes physiques et morales participant à leur capital. Elles versent à l'État des impôts sur les bénéfices, des taxes et des cotisations sociales.

■ Les ménages

Les ménages sont constitués de toutes les personnes physiques. Pour la plupart, ils **travaillent pour satisfaire leurs besoins** courants (consommation finale) et investir (logement). Ils paient pour se loger (loyer) et versent impôts, taxes, cotisations à l'État, ainsi que des intérêts aux institutions financières.

Par leur consommation et leur investissement en logement, les ménages fournissent des débouchés aux entreprises. Par leur épargne, les ménages financent une partie de l'investissement des entreprises.

■ Les administrations publiques

Les administrations publiques ont un rôle de production, de régulation et de redistribution. Les dépenses publiques permettent à l'État de faire fonctionner les services publics, d'investir dans des infrastructures utiles à la collectivité, de lutter contre les inégalités et enfin de stimuler l'activité économique par la consommation des fonctionnaires et l'investissement des administrations et des entreprises publiques.

Elles se financent grâce aux prélèvements obligatoires (impôts et cotisations sociales) et si leurs dépenses sont supérieures à leurs recettes, leur « déficit budgétaire » doit être financé par emprunt, ce qui donne lieu au paiement d'intérêts.

■ Les institutions financières

Les institutions financières procurent des services financiers aux ménages et aux entreprises, mais aussi à l'État, comme des prêts bancaires ou des services d'assurance, en contrepartie desquels elles reçoivent une rémunération sous forme d'intérêts ou lors du versement des primes d'assurance.

1.4. Le circuit, une représentation théorique particulière

Au-delà de son intérêt pratique, la notion de circuit présente une dimension théorique ; elle suppose de penser autrement la régulation de nos économies.

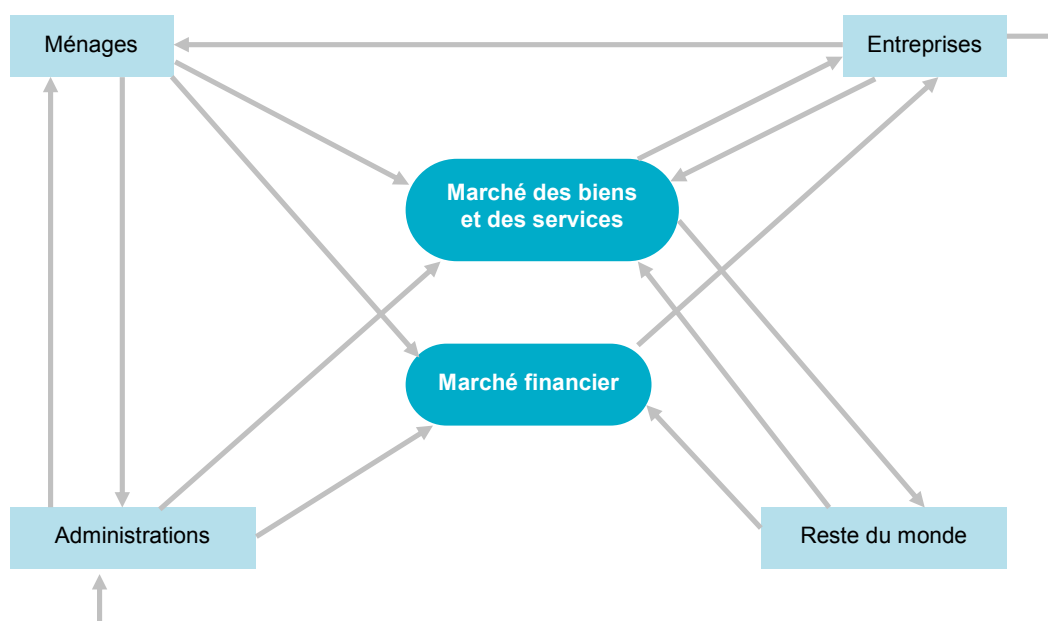
Dans la **représentation en termes de « marché »**, celui-ci suffit à assurer la coordination des actions individuelles, car les agents rationnels sont guidés par un même indicateur : les prix. Le temps est réversible, dans la mesure où la flexibilité des prix et des quantités permet de réviser les plans des acteurs jusqu'à l'obtention d'un équilibre. Enfin, la monnaie est considérée comme neutre.

L'approche en termes de « circuit » s'oppose point par point à cette représentation :

- d'abord, elle suppose qu'il **existe des phénomènes purement macroéconomiques, irréductibles à leurs aspects microéconomiques** ;
- ensuite, parce que **ces phénomènes sont nécessairement monétaires**. Dans l'optique du circuit, il est tout simplement inimaginable de supposer une économie sans monnaie, parce que la création monétaire est vue comme le point de départ du circuit, du moins tant que ce sont les crédits accordés par les banques qui permettent aux entreprises de payer les facteurs de production, et les salaires en particulier. Refusant ainsi toute séparation entre le réel et le monétaire, les économistes keynésiens les plus radicaux considèrent que les économies contemporaines sont des « économies monétaires de production » ;
- enfin, parce que la circulation de la monnaie oriente le circuit et crée des irréversibilités : ce qui n'aura pas été dépensé hier par un agent le sera peut-être demain, mais c'est aujourd'hui que la demande globale sera insuffisante. On ne peut pas remonter le temps, et seul un « tour de circuit » supplémentaire permettra, à la période suivante, de résorber les déséquilibres de la période présente. L'approche keynésienne du sous-emploi s'inscrit parfaitement dans cette optique et justifie l'intervention des pouvoirs publics à des fins de régulation conjoncturelle.

Aujourd'hui, même si les deux optiques cohabitent encore, la représentation marchande tend à l'emporter. Sans doute l'approche « circuistique » a-t-elle péché par excès de globalisme. Mais nier qu'il existe des formes d'interdépendances économiques, qui ne se ramènent pas uniquement à des relations de marché, serait tout aussi néfaste. L'équilibre reste encore à trouver.

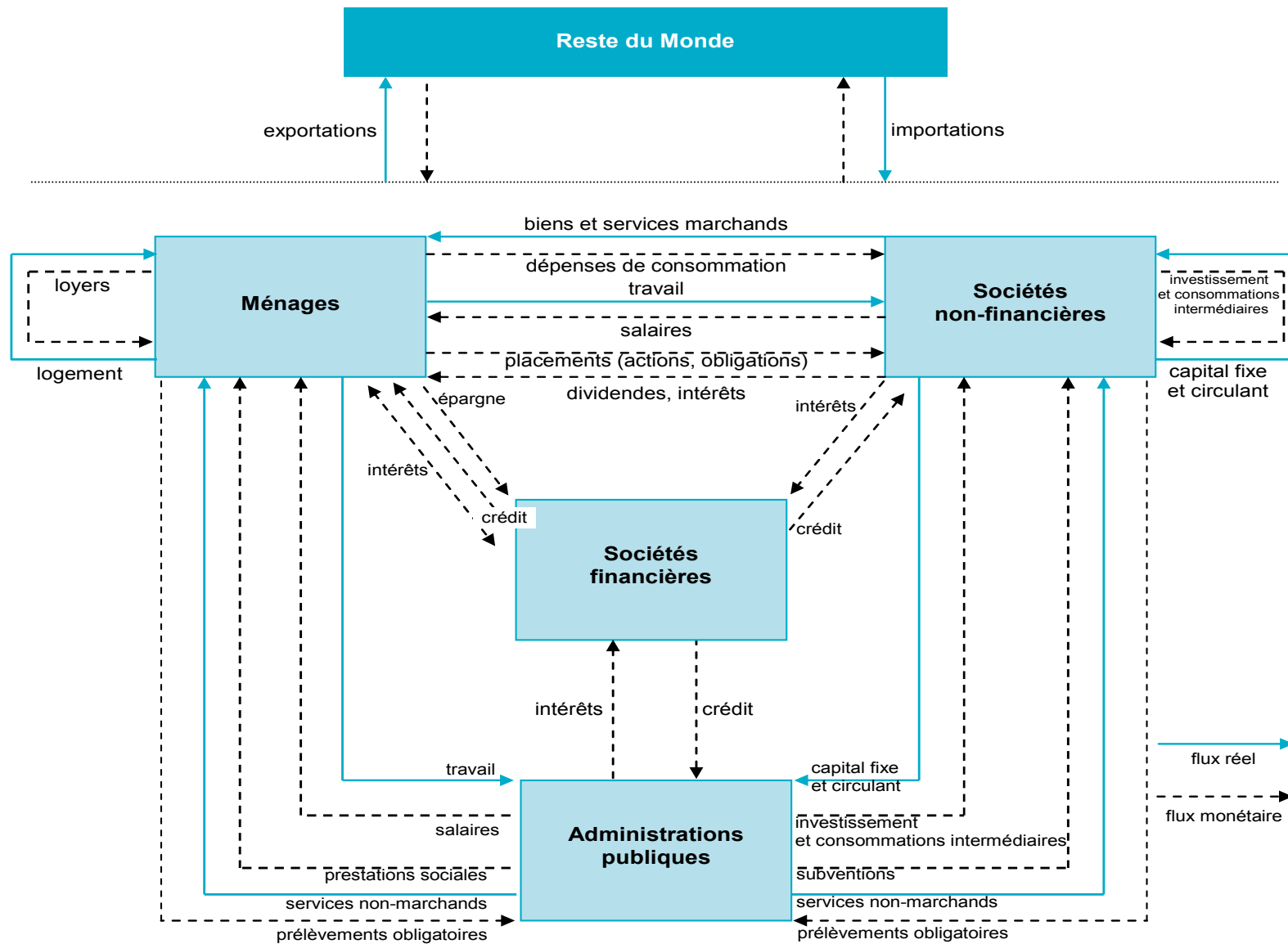
Circuit économique de base



D'après Archambault E., Comptabilité nationale, Économica, 1979

Source : « Économie générale » Express des éditions Dunod

Circuit économique complet



2. LA COMPTABILITÉ NATIONALE

Outre son intérêt pédagogique, la notion de circuit a permis l'élaboration d'un outil spécifique permettant de décrire précisément la circulation des richesses dans les économies contemporaines : c'est la comptabilité nationale.

2.1. Qu'est-ce que la comptabilité nationale ?



La comptabilité nationale, élaborée en France par l'Institut National de la Statistique et des Études Économiques (INSEE), enregistre, dans un cadre comptable, toutes les opérations des agents résidents pendant une année.

2.1.1. Une représentation du circuit économique dans un « cadre comptable »

La **comptabilité nationale** n'est pas une vraie comptabilité dans la mesure où, à chaque fois qu'il se produirait quelque chose, il y aurait une écriture comptable. Son « cadre comptable » **donne une simple cohérence chiffrée à des sources statistiques diverses qui ont été corrigées, ajustées et présentées dans des comptes, selon le principe de la « partie double »** qui signifie que toute dépense (« emploi ») pour un agent est une source de revenus (« ressource ») pour un autre.

On arrive donc obligatoirement à un équilibre final entre tous les emplois et toutes les ressources, tant sur les biens et services qu'entre les différents secteurs. Par souci de cohérence, seules les opérations quantifiables et exprimables en une même unité monétaire sont retenues, et les activités domestiques (parent au foyer) en sont exclues.

Enfin, la **comptabilité nationale retient le critère de la « résidence » et non celui de la nationalité** : un agent résident est celui qui a effectué des opérations économiques pendant au moins un an sur le territoire économique.

2.1.2. Trois types d'opérations enregistrées

■ Les « opérations sur biens et services »

Elles décrivent l'origine (ressources) et l'utilisation (emplois) des biens et services disponibles dans une économie.

Les ressources sont constituées par la production et les importations. Les emplois sont les suivants : les consommations intermédiaires (utilisation d'un produit dans la production d'un autre produit), la consommation finale (par convention, seuls les ménages et les administrations ont une consommation finale), la formation brute de capital fixe (FBCF¹⁹) (biens d'équipement, bâtiments, certains logiciels) et les exportations.

Enfin, l'ensemble est « équilibré » par les variations de stocks, positives si les emplois ont été inférieurs aux ressources, négatives sinon.

■ Les opérations de répartition

Elles retracent la distribution, la redistribution et l'utilisation des revenus issus de la production. Il s'agit de la rémunération des salariés, des revenus de la propriété et de l'entreprise, des impôts (taxes, impôt sur le revenu, sur bénéfices, droits de succession), des subventions d'exploitation et des aides à l'investissement, des opérations d'assurance, des prestations et des cotisations sociales.

■ Les opérations financières

Elles retracent les opérations par lesquelles les unités institutionnelles comblent leur besoin de financement (emplois > ressources) ou mettent leur capacité de financement (ressources > emplois) à disposition des autres, par l'intermédiaire des moyens de règlements internationaux, des placements (titres du marché monétaire, obligations, actions) et de prêts à court, moyen ou long terme.

¹⁹ Formation Brute de Capital Fixe (FBCF) = investissements (biens durables destinés à être utilisés pendant au moins un an dans le processus de production) réalisés par l'ensemble des secteurs institutionnels. Il peut s'agir de logements et de dépenses de gros entretiens pour les entreprises d'investissement productif et les ménages, en tant que particuliers et d'investissements collectifs pour les administrations publiques.

2.2. À quoi sert la comptabilité nationale ?

2.2.1. Une vision macroéconomique des échanges

Les comptes nationaux ont pour point de départ l'activité des « **unités institutionnelles** » (une entreprise ou un ménage par exemple).



Les unités institutionnelles sont des « *centres élémentaires de décision économique caractérisés par une unicité de comportement, une autonomie de décision dans l'exercice de leur fonction principale et une comptabilité complète.* »

Pour passer au niveau macroéconomique, ils regroupent les unités ayant les mêmes fonctions et les mêmes ressources au sein de cinq « **secteurs institutionnels** », un sixième secteur sans cohérence réelle regroupant l'ensemble des agents du « **reste du monde** ».

■ La fonction économique et les ressources principales

On distingue cinq secteurs. Ils sont repris dans le tableau suivant.

Secteurs institutionnels	Fonction principale	Ressources principales
Secteurs résidents		
Sociétés non financières	Produire des biens et services marchands non financiers.	Vente de produits et/ou de services.
Sociétés financières	Fournir des services d'intermédiation financière (banque et assurance) et/ou exercer des activités financières auxiliaires.	Intérêts et/ou commissions nets et fonds nets dégagés des opérations d'intermédiation ou des activités connexes.
Administrations publiques	Produire des services non marchands ou effectuer des opérations de redistribution du revenu et des richesses nationales.	Contributions obligatoires effectués par les autres SI et reçus directement ou indirectement (impôts et cotisations).
Ménages	Consommer (et produire pour les entrepreneurs individuels).	Rémunération en provenance de la production et du patrimoine, versements provenant des APU.
Institutions sans but lucratif au service des ménages	Produire des biens et services non marchands au profit des ménages.	Contributions volontaires en espèces ou en nature effectuées par les ménages en leur qualité de consommateurs, versements provenant des administrations publiques et revenus de la propriété.
Reste du monde		

2.2.2. Un outil au service de l'économie nationale



Éclairage historique

Grâce à la vision d'ensemble de l'économie qu'elle procure, la comptabilité nationale a été un outil essentiel de la reconstruction et du développement de la planification après la Seconde Guerre mondiale.

Elle permet de mesurer les principales grandeurs économiques (dont le PIB), de suivre leur évolution, de mesurer la création et le partage de la richesse au sein des économies nationales, mais aussi d'analyser les interdépendances entre les différents agents ou secteurs de l'économie.

Des comptes de secteurs présentent pour chacun d'entre eux l'enchaînement des opérations depuis la production (création de la valeur ajoutée), la répartition des revenus primaires (salaires, bénéfices) jusqu'à l'utilisation du revenu, sous forme de consommation, d'épargne ou d'investissement).

Comme les emplois et les ressources ne s'équilibrent pas au niveau de chaque secteur, on fait apparaître des soldes significatifs à chaque étape du processus économique : ceux-ci permettront surtout de calculer des ratios (taux d'investissement, taux d'épargne, taux de marge) qui fournissent de précieuses indications sur le fonctionnement de l'économie.

De plus, un **tableau d'entrée-sortie** fait apparaître les échanges de biens et services à l'intérieur de l'économie, ainsi que les coefficients techniques, ratios exprimant la relation technique entre la production d'une branche et ses consommations intermédiaires provenant des autres branches.

On mesure ainsi les interdépendances structurelles au sein d'une économie.

2.2.3. La mise en évidence des grands équilibres

La comptabilité nationale permet de calculer le « produit intérieur brut » qui synthétise l'ensemble de la richesse créée en une année sur un territoire.



Le produit intérieur brut

Le PIB peut se définir comme la somme :

- des valeurs ajoutées brutes des différents secteurs institutionnels, augmentées des impôts et déduction faite des subventions sur les produits ;
- des emplois des biens et de services (consommation finale effective, formation brute de capital fixe, variations de stocks) au sein de l'économie nationale, plus les exportations, moins les importations ;
- des revenus : rémunération des salariés, impôts sur la production et les importations auxquels on retranche les subventions.

Un tableau synthétique, appelé **Tableau Économique d'Ensemble** (TEE), retrace les échanges entre les secteurs et établit que le total des emplois est nécessairement égal au total des ressources pour chaque secteur et pour chaque type d'opérations.



Le TEE

Il permet de calculer des agrégats économiques (grandeurs synthétiques mesurant le résultat de l'activité de l'ensemble de l'économie). Les principaux sont : le produit intérieur brut, le revenu national, le produit national brut et la dépense nationale. Il permet aussi de décliner des ratios économiques.

■ Les agrégats

Le **Produit Intérieur Brut** (PIB) (voir supra).

Le **Revenu National (RN)** représente l'ensemble des revenus primaires versés aux SI résidents en contrepartie de leur travail et au titre de leur patrimoine.

Le **Produit National Brut (PNB)** mesure la contribution du travail et du capital fournis par les résidents.

$$\text{PNB} = \text{PIB} + \text{revenus reçus du reste du monde} - \text{revenus versés au reste du monde}$$

Des différences très importantes peuvent être constatées dans l'écart entre PIB et PNB suivant les pays. En effet, cet agrégat enregistre le reflet des investissements matériels et immatériels effectués par les résidents d'un État à l'étranger. Ainsi un émirat pétrolier qui dispose d'un fonds souverain très important perçoit des revenus élevés en provenance du reste du Monde, tandis qu'un État classé parmi les pays les moins avancés rémunère les investisseurs étrangers venus par exemple mettre en valeur ses richesses nationales comme des ressources minières, que ses ressortissants ne peuvent ni ne savent exploiter.

La **dépense nationale brute** est égale à la consommation finale CF + FBCF + Δ Stocks + M.

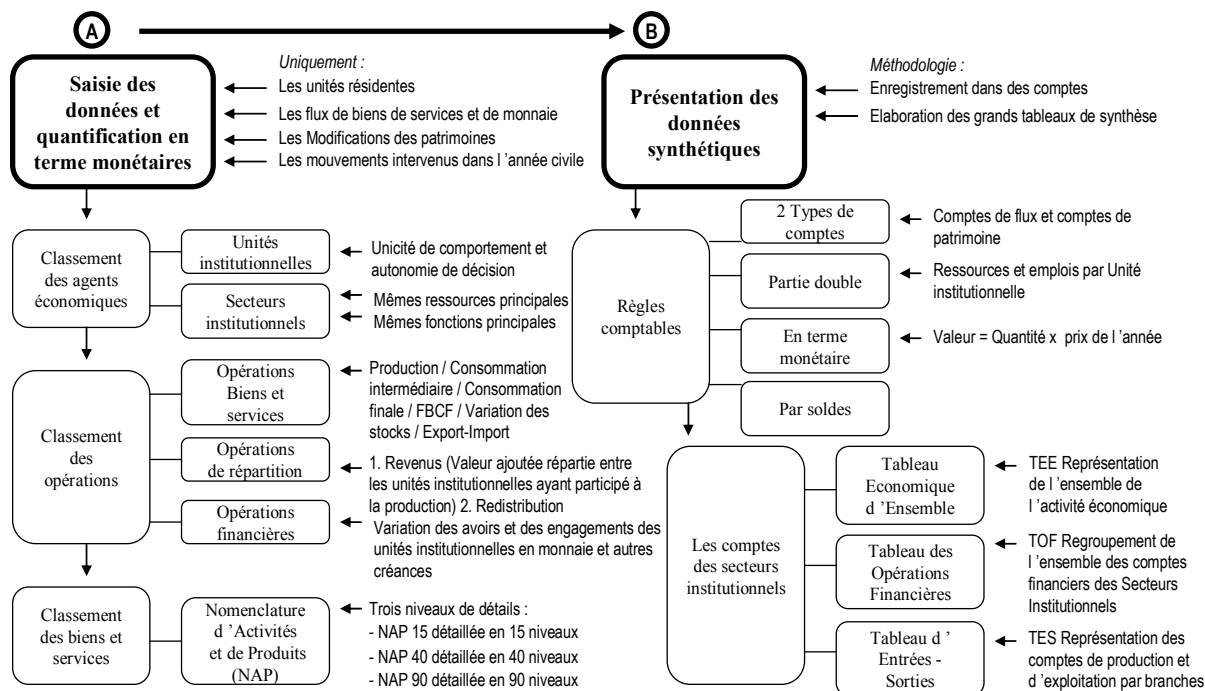
Enfin un **Tableau des Opérations Financières** (TOF) reprend de façon détaillée les comptes financiers de l'ensemble des secteurs institutionnels et permet d'analyser les aspects financiers de l'économie (voir page suivante).

Compte	Objet	Solde et ratios significatifs
Production	Retrace la création de richesse par déduction des consommations intermédiaires de la production.	Valeur ajoutée (VA) VA / PIB
Exploitation	Ces deux comptes retracent le partage de la valeur ajoutée lors de la répartition primaire des revenus à l'occasion de la production.	Excédent brut d'exploitation (EBE) Taux de marge = EBE / VA
Affectation primaire du revenu		Solde des revenus primaires
Distribution secondaire du revenu	Retrace les opérations de redistribution du revenu.	Revenu disponible brut (RDB)
Utilisation du revenu	Indique comment se réalise le partage entre consommation et épargne.	Épargne brute (EB) Taux d'épargne = EB / RDB

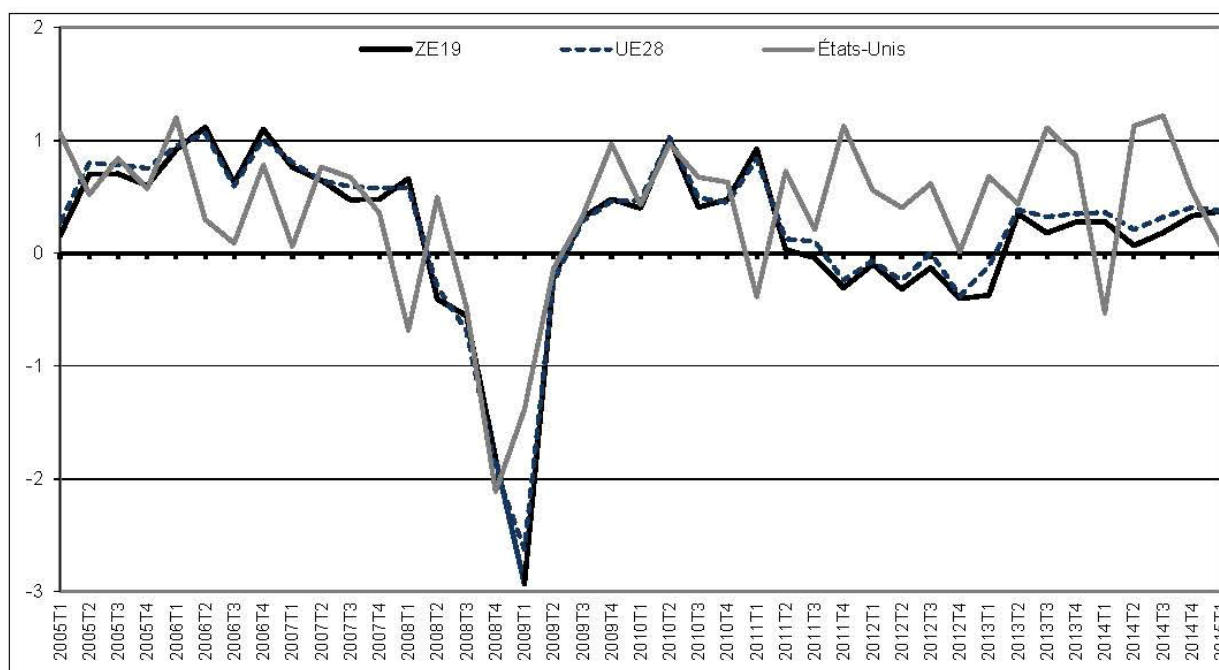
Exemple
français

Le fonctionnement de la comptabilité nationale

La comptabilité nationale regroupe les informations économiques disponibles à partir d'observations statistiques, sous forme de tableaux chiffrés et normalisés dans un cadre comptable cohérent. Le cadre comptable français est dénommé *Système Elargi de Comptabilité Nationale (SECN)*.



Taux de croissance du PIB de l'UE28, de la zone euro et des États-Unis
Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent



Source : Eurostat, mai 2015



Sources

Eurostat : communiqué de presse euro indicateurs, 13 mai 2015
<http://ec.europa.eu>, rubrique actualité – communiqué de presse
 Cahiers Français n° 345, « Comprendre l'économie » vol.1.



Pour en savoir plus

■ Regarder

Les fondamentaux en comptabilité, à quoi sert la comptabilité, AUNEGE (Association des Universités pour le développement de l'enseignement Numérique en Économie et Gestion) par Thierry GARROT le 16 novembre 2009 (durée 32'08") via le lien <http://www.aunege.org/etudiants/eco-gestion/comptabilite/les-fondamentaux-en-comptabilite>



PARTIE 2

—

L'équilibre macroéconomique

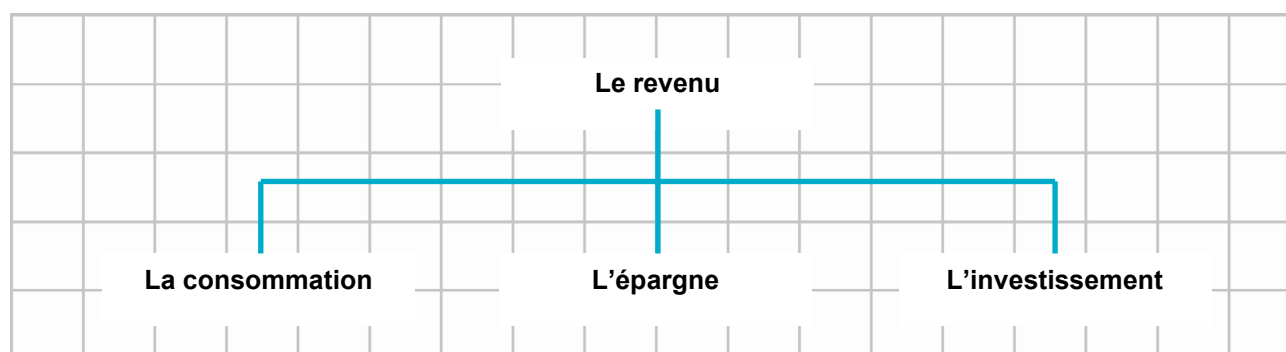
CHAPITRE 3 – LA CONSOMMATION ET L'ÉPARGNE

La consommation et l'épargne constituent deux variables économiques clés donnant lieu à des arbitrages délicats : en effet, l'augmentation de l'une ampute l'autre d'autant.

L'analyse des comportements d'épargne et de consommation nécessite alors de recourir à la construction de fonctions.

Ces modélisations sont parfois l'objet de controverses. Parmi elles, la question du niveau d'épargne optimal dans une économie.

Les notions-clés



La consommation joue un rôle déterminant pour la croissance économique en assurant des débouchés aux entreprises et en les incitant à investir. Celle des ménages représente ainsi 60 % du PIB français et pratiquement 70 % de celui des États-Unis.

L'épargne apparaît cependant comme tout aussi importante : en permettant le financement de l'investissement, elle est à la base de l'accumulation du capital et donc de la croissance.

Or, l'épargne n'est rien d'autre que la partie non consommée des revenus des agents, il n'est donc pas possible de favoriser la consommation sans diminuer l'épargne... Se pose alors la question de l'arbitrage entre épargne et consommation au niveau macroéconomique : faut-il encourager la première pour financer l'investissement, au risque d'une réduction de la demande limitant les débouchés ? Ou est-il plus judicieux de faire le pari de la consommation au risque de rendre plus difficile le financement de l'économie ?

Pour répondre à ces questions, il est nécessaire d'analyser les comportements de consommation et d'épargne des ménages en les modélisant. Ces modèles vont donner lieu à de nombreux tests « empiriques » tentant de partager les différentes fonctions.

Étudier les fonctions de consommation et d'épargne revient donc à identifier les modèles macroéconomiques les plus probants, tout en cherchant à déterminer le niveau optimal d'épargne pour une économie.

1. LA CONSOMMATION : DE KEYNES AUX NÉOCLASSIQUES

1.1. La fonction de consommation keynésienne



Selon sa « loi psychologique fondamentale », *le revenu courant est le principal déterminant de la consommation*. Son augmentation entraîne toutefois un accroissement proportionnellement plus faible de la consommation : la part du revenu consacrée à la consommation diminuant lorsque celui-ci progresse.

On peut modéliser simplement cet énoncé par l'équation suivante :



La fonction de consommation keynésienne

$$C = cY + C_0 \text{ avec } 0 < c < 1 \text{ et } C_0 > 0$$

C représente la consommation et Y le revenu (Y pour *Yield* en anglais).

C_0 désigne la consommation incompressible (qui ne peut être comprimée, réduite, et ne dépend donc pas du revenu).

Quant à c , il s'agit de la propension marginale à consommer (proportion de l'accroissement de revenu qui sera consacrée à l'augmentation de la consommation).



La propension moyenne à consommer

La part du revenu consacrée à la consommation est : $C/Y = c = C_0/Y$

Elle est aussi appelée propension moyenne à consommer et est bien une fonction décroissante de Y .

Pour vérifier la pertinence de cette fonction de consommation, un certain nombre de tests empiriques sont entrepris dès les années 1940 dont certains montrent les **limites de la modélisation keynésienne**.

Certains économistes trouvent que, sur une durée longue (plusieurs décennies), la consommation est une fonction linéaire du revenu : $C = cY$ et donc que la propension moyenne à consommer (C/Y) est stable et égale à la propension marginale à consommer : c .

On constate une autre incohérence : la propension marginale à consommer de court terme serait inférieure à celle de long terme. La consommation des ménages serait donc moins sensible aux variations de revenus à court terme qu'à long terme.

Pour répondre à ces problèmes, des économistes ont tenté de sauver la théorie keynésienne en la modifiant.

Un premier a apporté une première réponse intégrant la dimension sociale de la consommation à l'analyse :



La consommation des individus ne dépend pas de leur seul revenu, car les individus cherchent à imiter la consommation des catégories sociales supérieures : on parle d'un **effet d'imitation** ou de démonstration.

Ainsi, l'effet de démonstration étant plus faible pour les ménages ayant les revenus les plus élevés, la propension moyenne à consommer doit diminuer avec le revenu (ce qui est conforme à l'analyse keynésienne).

En revanche, sur le long terme, la propension moyenne à consommer doit rester stable : l'effet d'imitation joue pour toutes les catégories de revenus et pousse la consommation globale à la hausse quand le revenu s'accroît.

Par la suite, d'autres économistes ont introduit une certaine irréversibilité dans la fonction de consommation keynésienne en tenant compte des habitudes de consommation :



La consommation présente dépend des niveaux de consommation antérieurs. On parle d'un **effet de cliquet** (ou de crémaillère).

Cet effet permet d'expliquer que la propension marginale à consommer est plus faible à court terme : les habitudes de consommation rendent difficiles la réduction à court terme de la consommation quand le revenu baisse.

Mais si les économistes en question¹ ont tenté de modifier la modélisation keynésienne pour la rendre compatible avec les observations empiriques, d'autres ont en revanche souhaité construire une théorie de la consommation sur de nouvelles bases.

¹ « *National Product Since 1869* », **S. Kuznets** (1946), National Bureau of Economic Research "*Income, Saving and the Theory of Consumer Behavior*", **J.S. Duesenberry** (1949), Harvard University Press "*Habit Persistence and Lags in Consumer Behavior*", **Th. Brown** (1952), *Econometrica* n° 20

1.2. Théories du revenu permanent et du cycle de vie

D'autres économistes, dont Milton Friedman, formulèrent donc une fonction de consommation s'appuyant sur le « programme » microéconomique du consommateur : ce dernier est un agent cherchant à maximiser son utilité. Le consommateur tente alors de déterminer la répartition optimale « intemporelle » de sa consommation, c'est-à-dire durant toute sa vie car, grâce à l'épargne, il peut repousser sa consommation à un moment ultérieur et, grâce à l'emprunt, consommer plus dès à présent.

La consommation de l'agent ne dépend donc plus de son revenu courant mais de sa richesse définie comme l'ensemble des ressources dont il peut disposer durant toute une vie.

Milton Friedman part donc de cette analyse microéconomique et, postulant un agent représentatif ayant une durée de vie infinie, passe au niveau macroéconomique.

Pour mesurer la richesse de l'agent, il forge le concept de revenu permanent qui donnera son nom à sa théorie :



La théorie du revenu permanent

Le revenu permanent est égal au flux de revenu constant dont la valeur actualisée est égale à la richesse de l'agent ou, selon les termes de Friedman, il s'agit de « *la somme qu'un consommateur peut consommer... en maintenant constante la valeur de son capital* ».

Cette théorie est une **remise en cause radicale de l'analyse keynésienne** : la consommation ne dépend plus directement du revenu courant, la hausse transitoire de ce dernier n'aura qu'un effet faible sur le revenu permanent et donc la consommation.

D'autres économistes se situant dans la même lignée que celle de Friedman procèdent d'une manière plus ambitieuse pour passer au niveau macroéconomique en considérant des agents à durée de vie « finie » et en intégrant la coexistence de différentes générations d'agents.

Ils postulent ensuite que **les agents désirent une relative stabilité de leur consommation durant toute leur vie**. Or, les revenus ne sont pas constants : faibles durant la jeunesse, ils augmentent ensuite durant la période d'activité avant de diminuer avec la vieillesse et la retraite (graphique 1).

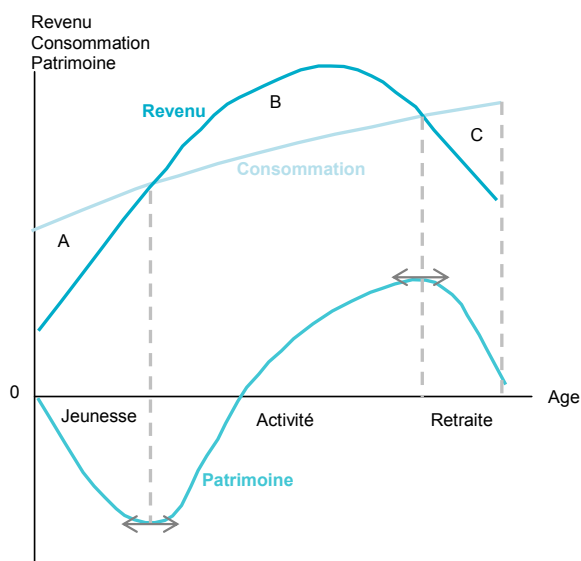


La théorie du cycle de vie

Les agents vont donc jouer sur leur épargne pour « lisser » leur consommation : en désépargnant dans un premier temps pour assurer un certain niveau de consommation (ils empruntent) avant d'augmenter leur richesse durant leur période d'activité (épargne positive) pour enfin désépargner à nouveau à la fin de leur vie (utilisation de l'épargne constituée précédemment).

On comprend alors le nom de théorie du cycle de vie qui a été donné à cette analyse.

**Graphique 1 :
le diagramme du cycle de vie**

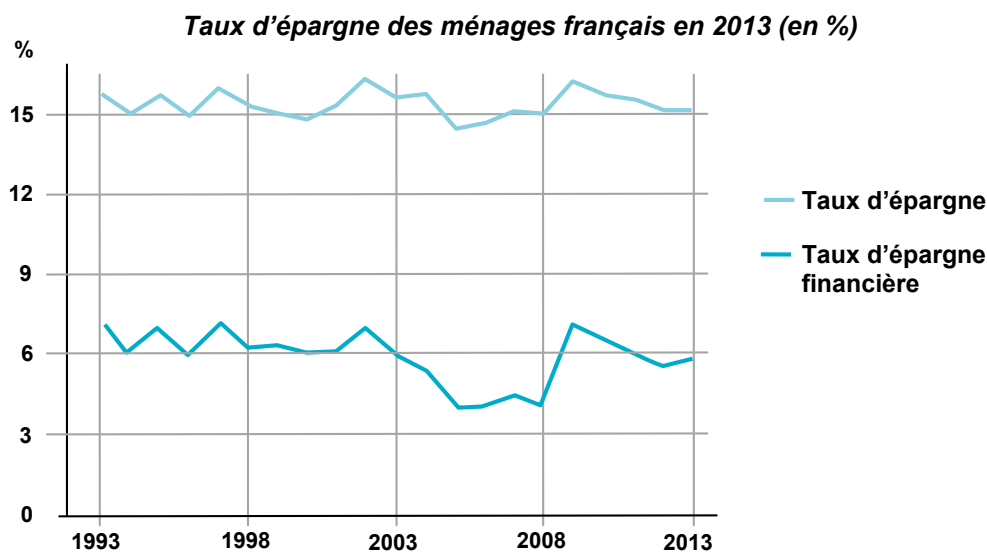


Au niveau d'un agent, en l'absence d'héritage légué, l'épargne sera donc nulle sur son cycle de vie : à la fin de sa vie, il aura désépargné tout ce qu'il avait préalablement épargné.

Source : P. Villieu (2002), *Macroéconomie. Consommation et épargne*, Paris, La Découverte, coll. « Repères »

2. COMMENT EXPLIQUER LES ÉVOLUTIONS RÉCENTES DE LA CONSOMMATION ET DE L'ÉPARGNE ?

Jusqu'aux années 1970, les hypothèses du cycle de vie et du revenu permanent servaient de base aux modèles économétriques¹ et donnaient des résultats satisfaisants. Or, la consommation et l'épargne sont devenues plus instables à partir des années 1980, remettant en question ce modèle.



	%	
	Taux d'épargne	Taux d'épargne financière
2013	15,1	5,8
2012	15,2	5,6
2011	15,6	6,1
2010	15,8	6,5
2009	16,2	7,1
2008	15,0	4,2
2007	15,1	4,4
2006	14,6	4,0
2005	14,5	4,1
2004	15,8	5,4
2003	15,6	5,9
2002	16,3	6,9
2001	15,3	6,2
2000	14,8	6,0
1999	15,0	6,4
1998	15,3	6,3
1997	15,9	7,1
1996	14,9	6,0
1995	15,7	7,0
1994	15,0	6,0
1993	15,8	7,2

Source : Insee, comptes nationaux, base 2010, Banque de France

¹ L'économétrie désigne l'ensemble des techniques statistiques destinées à mesurer les grandeurs économiques et qui permettent la pratique de la recherche en économie (NdCFPB).

Taux d'épargne des ménages – prévisions
(en pourcentage du revenu disponible des ménages)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Épargne nette									
Allemagne	10,46	9,96	9,93	9,57	9,40	9,11	9,16	9,13	8,82
Australie	7,01	10,94	10,02	11,68	10,98	9,94	9,60	9,28	8,19
Autriche	11,95	11,26	9,44	7,83	9,03	7,27	7,52	7,45	7,09
Belgique	11,24	12,76	10,09	8,53	7,51	6,89	6,08	5,91	5,65
Canada	3,99	5,33	4,29	4,42	5,21	5,17	4,65	4,93	5,40
Corée	2,69	4,86	4,66	3,86	3,90	5,15	5,31	5,19	5,28
Danemark	-4,18	0,84	2,13	0,07	-1,24	-1,48	2,30	1,27	2,04
Espagne	7,76	12,19	7,86	6,79	4,40	4,73	4,27	4,24	4,25
Estonie	-4,13	4,74	4,44	6,03	-1,10	-3,57	0,69	2,83	2,44
États-Unis	4,93	6,14	5,59	6,03	7,24	4,86	5,20	4,91	4,61
Finlande	-0,29	3,38	3,17	1,31	0,59	0,75	2,04	1,64	0,86
Hongrie	3,52	5,51	6,09	6,85	4,81	5,35	7,44	6,66	5,99
Irlande	3,90	9,88	7,20	4,81	5,21	2,71	4,88	7,19	7,92
Italie	7,71	6,98	4,15	3,68	3,15	3,92	4,65	5,44	4,77
Japon	0,45	2,38	1,99	2,66	1,29	0,42	1,77	1,93	1,80
Luxembourg	9,54	12,07	13,05	13,57	13,74	16,94	17,67	17,89	18,17
Norvège	3,66	6,91	5,63	7,55	8,31	8,66	9,02	8,86	8,87
Nouvelle-Zélande	-1,88	0,17	0,97	0,43	-0,68	1,44	1,60	0,53	0,65
Pays-Bas	5,38	8,70	5,14	6,02	6,51	7,84	8,05	8,00	7,98
Pologne	-0,30	6,86	6,06	-0,17	2,60	-4,28	-3,36	-1,46	-0,56
République slovaque	0,95	2,26	4,61	3,33	1,86	3,10	3,20	3,19	3,24
République tchèque	6,30	8,51	7,61	5,95	6,20	4,33	5,33	5,00	4,51
Slovénie	9,69	7,85	6,25	5,82	3,52	6,76	6,67	6,85	6,75
Suède	12,36	12,08	10,67	12,53	15,13	15,32	15,94	16,14	16,31
Suisse	16,67	17,05	17,01	17,84	17,52	17,52	17,10	17,05	17,36
Zone euro (15 pays)	8,21	9,26	7,62	7,03	6,59	6,70	6,89	7,15	6,89
Épargne brute									
Portugal	6,81	10,43	9,16	7,47	9,47	9,89	8,44	8,55	8,67
Royaume-Uni	2,18	6,98	7,31	6,70	7,33	5,22	5,82	5,72	5,78

OCDE (2015), Prévisions des taux d'épargne des ménages (indicateur) - Dernière mise à jour : novembre 2014 ; responsabilité : <http://oe.cd/disclaimer>

Note : pour plus d'information, voir les Perspectives économiques de l'OCDE : Sources et méthodes (<http://www.oecd.org/fr/eco/perspectives/sources-et-methodes.htm>).

Source : Perspectives économiques de l'OCDE N° 96 (base de données)

2.1. Le retour du keynésianisme ?

Dès les années 1970, les études empiriques mirent en effet en évidence une **sensibilité plus forte que prévue de la consommation au revenu courant par rapport aux prédictions, tant de la théorie du revenu permanent que de celle du cycle de vie.**

Au cœur des deux théories, l'**irréalisme d'une hypothèse se fit en effet jour : l'existence de marchés financiers parfaits où les agents peuvent emprunter sans aucune contrainte.**

L'imperfection des marchés financiers permettait dès lors de réintroduire l'analyse keynésienne : si les agents souffrent d'une contrainte de liquidité, leur consommation sera alors plus sensible à leur revenu

courant que ne le prévoient les deux théories, et **plus les marchés financiers seront imparfaits, plus l'analyse keynésienne se trouvera renforcée.**

Tous les agents sont concernés du fait de l'incertitude économique : l'anticipation d'aléas de la vie (chômage, maladie, revenus à la retraite...) entraînant l'anticipation d'une contrainte de liquidité les faisant épargner plus.

On revient alors à une analyse proche de « l'épargne pour motif de précaution ».



Dans son analyse, Keynes décrit que, pour faire face à l'incertitude sur leurs revenus, les agents constituent une épargne liquide qu'ils pourront mobiliser rapidement.

2.2. Quels sont les principaux déterminants de l'épargne et de la consommation ?

Si l'on reprend les grandes fonctions de consommation néoclassiques et keynésiennes, on peut identifier un nombre limité de déterminants de la consommation et de l'épargne :

- **le revenu courant**, chez Keynes ;
- **le taux d'intérêt** ;
- **la préférence pour le présent et la richesse** pour les modèles néoclassiques essentiellement.

En effet, s'agissant de l'affectation du revenu, on considère que le revenu R d'un agent économique reçoit deux affectations possibles : la consommation C et l'épargne S .

D'où l'égalité comptable : **$R = C + S$** ¹

■ La consommation



La consommation

La consommation consiste en l'acquisition de biens et/ou services utilisés pour la satisfaction directe de besoins.

Elle comprend également l'autoconsommation de produits alimentaires fournis par les jardins familiaux.

Au regard de la Comptabilité nationale, le concept est précis :

- **la consommation des ménages est un acte de consommation finale (opération, plus ou moins rapide, de destruction).** Elle est évaluée à partir des seules consommations des ménages résidents, qu'elle ait lieu dans ou hors du territoire économique national (c'est-à-dire en incluant les départements d'outre-mer mais en excluant les collectivités d'outre-mer et Monaco).
Ni l'achat de logements neufs, ni les grosses réparations ne peuvent être considérés comme des actes de consommation dans la mesure où ces opérations sont assimilées à une accumulation de biens et non à une destruction. La comptabilité nationale prend en compte toutefois les dépenses de loyers et les charges locatives ainsi que les loyers implicites des logements habités par leur propriétaire ;
- les dépenses de santé ne sont comptabilisées que pour la partie non remboursée par la sécurité sociale et faute d'informations, les stocks constitués par les ménages ne sont pas enregistrés : les comptes nationaux considèrent que tout bien acquis sur le marché est immédiatement consommé.

Alors que la **dépense de consommation finale** se limite aux charges que les ménages supportent directement, la **consommation finale effective** recouvre l'ensemble des biens et services qu'ils consomment quelle que soit la manière dont ils sont financés.

L'écart entre ces deux notions correspond à la **consommation collective individualisable**, c'est-à-dire aux remboursements de la sécurité sociale, aux aides au logement, aux dépenses des administrations en éducation, en santé...

■ Les facteurs de la consommation

Une multiplicité de facteurs subjectifs individuels peut influencer la consommation.

¹ Par convention, l'épargne est désignée par la lettre S pour l'anglais « *Savings* ».

Toutefois, parmi ces variables, le montant du revenu disponible semble être le déterminant le plus fondamental :

- **le revenu des ménages**, y compris les revenus de transfert (ex. : allocations familiales) ;
- **le niveau des prix des biens de consommation** (il existe une relation inverse entre la variation des prix et l'évolution de la demande : quand le prix diminue, la demande augmente et réciproquement) ;
- l'importance et la composition du patrimoine, en particulier **la possession d'actifs liquides**. Ces derniers, aisément transformables en monnaie, favorisent la consommation tandis que la possession de biens immobiliers, de terres, de forêts, moins liquides, la ralentit ;
- **la capacité d'endettement** et l'endettement antérieur des ménages, les facilités de crédit à la consommation ;
- les attitudes, motivations, **anticipations des ménages sur l'évolution des prix**, des marchés, **de l'emploi...**
- **les politiques économiques de redistribution du revenu**. Par exemple, le relèvement du SMIC (**S**alaire **M**inimum **I**nterprofessionnel de **C**roissance) accroît fortement la consommation ;
- **la politique fiscale ou monétaire** peut modifier sensiblement les comportements des consommateurs ;
- le **changement démographique** peut, **à long terme**, influencer la structure de la consommation (modification de la taille de la famille, rôle de la mobilité géographique et professionnelle...) ;
- **le niveau des biens et services collectifs** (défense nationale, éducation, justice...). Ces services deviennent accessibles à tous les utilisateurs car leur financement, réparti sur un grand nombre de consommateurs, est généralement assuré par la levée de l'impôt. Le niveau de prestation dépend des orientations fondamentales des pouvoirs publics en matière de choix de société.

■ L'épargne



L'épargne est la fraction des revenus d'un agent économique qui n'est pas consacrée à une consommation immédiate.

Elle peut être le fait des ménages, des administrations ou des entreprises.

L'épargne est un flux au même titre que le revenu. Ainsi, épargne et désépargne (c'est-à-dire chaque fois que la consommation dépasse son revenu) modifient le stock de patrimoine.

En comptabilité nationale, l'épargne brute désigne la différence entre le revenu disponible brut (RDB) et la consommation finale (CF).

Elle correspond à trois éléments :

- **l'autofinancement des entreprises**. Mais, globalement, les firmes épargnent insuffisamment pour couvrir leurs dépenses d'investissement, elles ont donc un « besoin de financement » ;
- **l'épargne financière des ménages**. À l'inverse, ceux-ci disposent d'une « capacité de financement » et leur épargne excède leurs besoins d'investissement ;
- **la partie des dépenses d'investissement des administrations non financée par l'emprunt**. Selon les périodes, ces dernières dégagent une capacité ou un besoin d'investissement.



Éclairage

Au plan de la théorie économique, les libéraux sont généralement favorables au soutien de l'épargne dans lequel ils voient la **condition de l'investissement**. Les keynésiens, en revanche, considèrent qu'en cas de chômage élevé, l'épargne ne doit pas être soutenue car elle se constitue **au détriment de la consommation** à l'origine de la demande effective, donc de **la production et de l'emploi**.

Selon sa destination, les effets économiques de l'épargne diffèrent radicalement.

Traditionnellement, on opposait les éléments suivants :

- **l'épargne liquide** qui se présente dans certains pays sous forme de dépôts sur livrets ou plus rarement de dépôts à terme. Disponible rapidement selon des modalités très simples, ce type d'épargne **convient surtout à une consommation différée ou à une épargne de précaution et peut prendre des formes contractuelles** ;
- **l'épargne longue** qui s'oriente soit vers **l'investissement immobilier**, soit vers des **placements financiers** (actions, obligations et assimilés). Avant la crise récente, ceux-ci s'étaient développés avec la hausse des bourses et, selon les pays, la mise en place d'encouragements fiscaux (Plan d'Épargne en Actions-PEA en France par exemple).



Débat contemporain

La multiplication des produits financiers, y compris ceux basés sur l'investissement immobilier (essentiellement de bureaux), et des institutions de placements collectifs orientées vers la Bourse a rendu la distinction entre épargne liquide et épargne longue bien fragile.

■ Les déterminants de l'épargne à court terme

L'acte d'épargne résulte de l'action simultanée de plusieurs facteurs, ce qui rend moins aisée l'analyse du rôle de chacun d'entre eux. À court terme, **le revenu réel disponible** constitue la variable la plus significative pour la plupart des analystes, inspirés par la théorie keynésienne. Dans les pays développés, **le ralentissement du rythme de progression du revenu s'est accompagné un peu partout de la baisse du taux d'épargne**, tendance souvent masquée par une montée de l'épargne de précaution devant l'incertitude des perspectives économiques.

Par ailleurs, **l'inflation** (et la désinflation) joue un rôle très important dans la constitution de l'épargne car elle **modifie la richesse des agents**. Son action peut être appréhendée à deux niveaux :

- au plan des encaisses réelles. En réduisant le pouvoir d'achat des avoirs monétaires des agents, l'inflation les contraint à accroître leur épargne pour compenser la dépréciation qu'ils subissent. La politique réussie de désinflation menée en France durant les années 1980 expliquerait, pour une grande part, la diminution de l'épargne des ménages ;
- en ce qui concerne les effets de patrimoine, l'inflation modifie la valeur du patrimoine, de manière variable, selon sa composition (plus-values pour les immeubles, dépréciation pour les obligations). Les agents vont augmenter leur épargne pour maintenir la valeur de ce patrimoine ou la réduire en cas de plus-value.

Pour les économistes néoclassiques, **le taux d'intérêt** détermine les arbitrages intemporels (consommation présente / consommation différée). Une hausse devrait stimuler l'effort d'épargne (meilleure rémunération) mais également permettre de recevoir un revenu équivalent pour un effort d'épargne plus faible. Il y a donc *a priori* incertitude sur le résultat. Cependant, de nombreuses études ont montré que des taux d'intérêt élevés, en décourageant l'investissement notamment immobilier, ont finalement un effet dépressif sur l'épargne.

Enfin, la décision d'épargner met en jeu **les anticipations des individus**. Une situation économique et sociale incertaine ou, du moins, perçue comme telle, a des effets complexes dans la mesure où elle stimule l'épargne de précaution mais décourage l'épargne-placement.

■ Les déterminants de l'épargne à long terme

À long terme, **la fiscalité** influence doublement l'épargne **en modifiant le revenu disponible et le rendement des emplois de l'épargne**. Elle agit davantage sur la structure des placements que sur le niveau de l'épargne.

Par ailleurs, la théorie des cycles de vie met en relief le fait que les ménages accumulent durant leur vie active pour désépargner pendant leur retraite. Cependant, la plupart des **régimes de protection sociale** qui se sont développés en Europe après la seconde guerre mondiale comprenaient le financement des retraites.

Les cotisations afférentes à ces régimes **peuvent s'analyser**, dans une certaine mesure et même s'il s'agit de retraites par répartition, **comme une épargne de précaution forcée** qui rend inutile la constitution d'un patrimoine de rapport assurant les revenus des agents ayant fait valoir leurs droits à la retraite.

Or, du fait en particulier du vieillissement démographique, la question de la constitution de revenus complémentaires à la retraite de base est devenue, de nos jours, plus aiguë. D'une manière générale, on considère que la diversité des régimes de protection sociale rend assez difficile les comparaisons internationales des taux d'épargne. À cet égard, le niveau très élevé du taux d'épargne en Chine, s'expliquerait, en partie, par la faiblesse des organismes de retraite.

Malheureusement, ces facteurs ne suffisent plus à expliquer avec justesse les évolutions de l'épargne et de la consommation sur la période récente.

En effet, le taux d'intérêt et la richesse expliquent mal les évolutions de l'épargne sur le long terme, ses fluctuations s'expliquant principalement par la **variation des revenus et de l'inflation**. Cette dernière dévalorise l'épargne réelle des ménages, les forçant à augmenter leur épargne pour reconstituer leurs encaisses réelles.

On peut également ajouter l'**influence du solde public et des prélèvements obligatoires** : une diminution de ceux-ci provoque une augmentation du taux d'épargne, les ménages anticipant que l'État devra s'endetter pour financer une telle mesure à dépenses publiques inchangées.

Ricardo ayant mis en évidence ce mécanisme le premier, on parle de « **théorème d'équivalence ricardienne** ».



Il y a équivalence entre l'augmentation de la dette publique aujourd'hui et l'augmentation des impôts requise demain pour le remboursement de cette dette et le paiement des intérêts.

Cela implique que, si les agents économiques se comportent de manière rationnelle, une politique de relance ne les poussera pas à consommer, mais plutôt à économiser en prévision d'une hausse d'impôts future.

Le facteur de **vieillesse de la population** apparaît également important, conformément aux hypothèses du cycle de vie, cela provoque une diminution du taux d'épargne des ménages, les personnes âgées ayant tendance à désépargner.

3. EXISTE-T-IL UN NIVEAU OPTIMAL D'ÉPARGNE ?

Est-il souhaitable d'atteindre un niveau donné d'épargne nationale ? Si oui, qu'en sera-t-il de l'équilibre entre l'épargne et l'investissement ?

3.1. Les dangers d'un excès d'épargne

Conformément à la fonction de consommation keynésienne (cf. supra), l'épargne est une fonction stable du revenu et de la propension marginale à consommer. L'investissement, en revanche, est beaucoup plus volatil et dépend de nombreux paramètres comme la demande anticipée par les entrepreneurs et le taux d'intérêt.

Keynes pense que l'épargne n'est pas un préalable à l'investissement mais que, au contraire, **l'investissement**, via le mécanisme du multiplicateur (cf. infra chapitre sur l'investissement), **crée l'épargne nécessaire à son financement**. Cela nécessite une consommation suffisamment forte pour motiver les investissements.

Cette analyse de Keynes a été transposée dans l'analyse de la croissance par d'autres économistes qui considèrent que **pour que la croissance soit équilibrée, il faut que la hausse des revenus liée à l'investissement (l'effet revenu) soit égale à la hausse de la production liée à cet investissement (l'effet de capacité)**.

L'ensemble de ces variables étant indépendantes, la croissance serait donc fondamentalement instable et déséquilibrée, pouvant alors s'accompagner d'un chômage durable.

3.2. Les risques d'une insuffisance d'épargne

Pour les néoclassiques, l'équilibre entre l'épargne et l'investissement se réalise sur les marchés financiers, l'épargne correspondant à une offre de fonds prêtables et l'investissement à une demande de fonds. L'épargne dépend positivement du taux d'intérêt alors que l'investissement en dépend négativement. Ainsi, la variation du taux d'intérêt permettrait l'égaleisation entre l'épargne et l'investissement et rendrait impossible tout déséquilibre durable. De ce fait, il serait tout à fait envisageable d'obtenir une croissance équilibrée.

La question centrale est alors la détermination du taux d'épargne optimale maximisant le revenu par tête de la population et donc la consommation. Une « règle d'or de l'accumulation du capital¹ » fut ainsi mise à jour dans les années 1960, stipulant que le taux d'épargne doit être égal à la part des revenus du capital dans le revenu national : il est censé maximiser le revenu par tête une fois atteint l'état stationnaire. **Au final, l'épargne et la consommation dépendent de nombreux paramètres d'un point de vue théorique.**

Les études économétriques se révélant décisives pour comprendre les déterminants les plus importants, spécifier les fonctions de consommation et d'épargne permet d'agir sur ces grandeurs économiques, notamment pour favoriser la croissance et l'emploi. Il reste toutefois difficile de déterminer un taux optimal d'épargne : il s'agit avant tout de se livrer à une analyse fine de la conjoncture pour identifier les éventuels manques ou excès d'épargne. L'ouverture internationale rend les analyses encore plus complexes, un déficit national d'épargne pouvant tout à fait être compensé par le recours à des capitaux étrangers.

De même, il serait opportun de s'interroger sur la nature même de l'épargne : l'épargne longue, notamment, est importante pour financer les investissements de long terme. Or, la montée en puissance des fonds spéculatifs engendre le risque de recourir à une gestion court-termiste de l'épargne et donc à une raréfaction de l'épargne longue.



Sources

Cahiers Français n° 345, « Comprendre l'économie » vol.1.

OCDE (2014), « Taux d'épargne des ménages », dans OCDE, *Panorama des comptes nationaux 2014* Éditions OCDE.



Pour en savoir plus

■ Lire

L'évolution du taux d'épargne des ménages dans quelques pays de l'OCDE : une interprétation basée sur les déterminants de moyen terme, Revue d'économie politique n° 6.

La consommation, par X. Fairise in *Analyse macroéconomique* par J. O. HAIRAUT, éditions La Découverte, collection « Repères ».

Macroéconomie. Consommation et épargne, par P. Villieu, éditions La Découverte, collection « Repères ».

¹ *The Golden Rule of Accumulation: A Fable for Growthmen*, E. S. Phelps (1961), American Economic Review

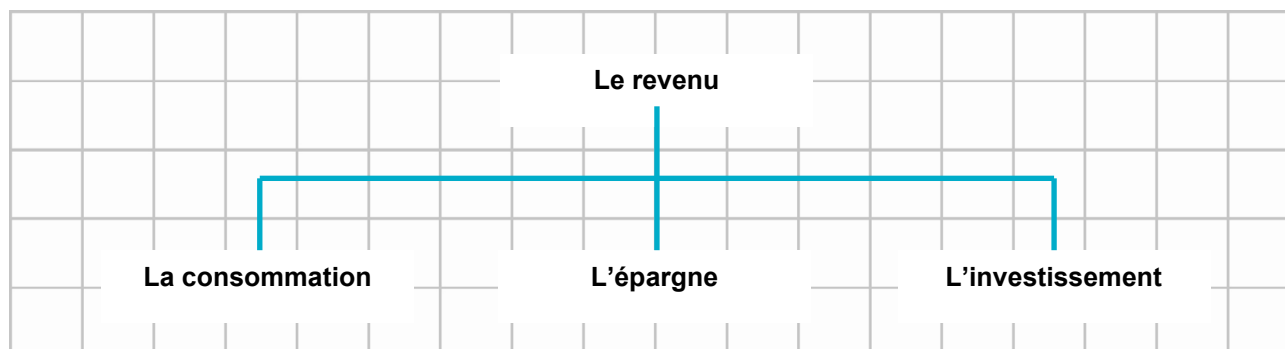


CHAPITRE 4 – L'INVESTISSEMENT

Résultat des décisions des entrepreneurs, composante de la demande et déterminant de l'offre, l'investissement se situe au cœur de la croissance économique. Cette variable essentielle n'en recouvre pas moins une réalité relativement floue.

Quels sont les contours, les déterminants et les effets de l'investissement sur les fluctuations économiques ?

Les notions-clés



« J'ai investi dans une nouvelle voiture », « J'ai décidé d'investir mes économies en Bourse », « Mon entreprise a investi dans un nouvel équipement informatique », sont autant de formulations différentes se référant au phénomène d'investissement. Les deux premières formulations n'en sont pas moins impropres car renvoyant, pour l'une à la consommation, pour l'autre aux placements financiers.

Si l'investissement est une opération économique mal connue, cela tient pour une large part à la multiplicité de ses formes : matériel ou immatériel, brut ou net, de productivité ou de capacité, FBCF¹ et IDE²?

Si tant de termes peuvent la caractériser, c'est que son contour est difficile à cerner. Il faut donc commencer par définir cette opération de manière à en délimiter le champ.

D'autre part, l'investissement déterminant grandement les capacités de production, il est au cœur des débats et des enjeux des politiques économiques, tant pour ses effets sur la croissance que pour ses conséquences sur l'emploi.

1. DÉFINITIONS

Pour produire, les entreprises ont besoin de facteurs de production, principalement le capital et le travail. Le volume de capital dont dispose l'entreprise est le résultat de deux flux contraires :

- l'investissement brut, qui permet de l'accroître est mesuré par l'INSEE³ par la formation brute de capital fixe (FBCF) ;



La formation brute de capital fixe (FBCF) correspond aux « acquisitions moins cessions d'actifs fixes réalisées par les producteurs résidents. Les actifs fixes sont les actifs corporels ou incorporels issus de processus de production et utilisés de façon répétée ou continue dans d'autres processus de production pendant au moins un an. »

- l'amortissement, qui représente les sommes mises de côté par les entreprises pour renouveler leurs équipements permet d'évaluer la consommation de capital fixe, liée à l'usure et à l'obsolescence du capital antérieur.



L'investissement net est la différence entre l'investissement brut et la consommation de capital fixe.

¹ Formation brute de capital fixe.

² Investissements directs à l'étranger.

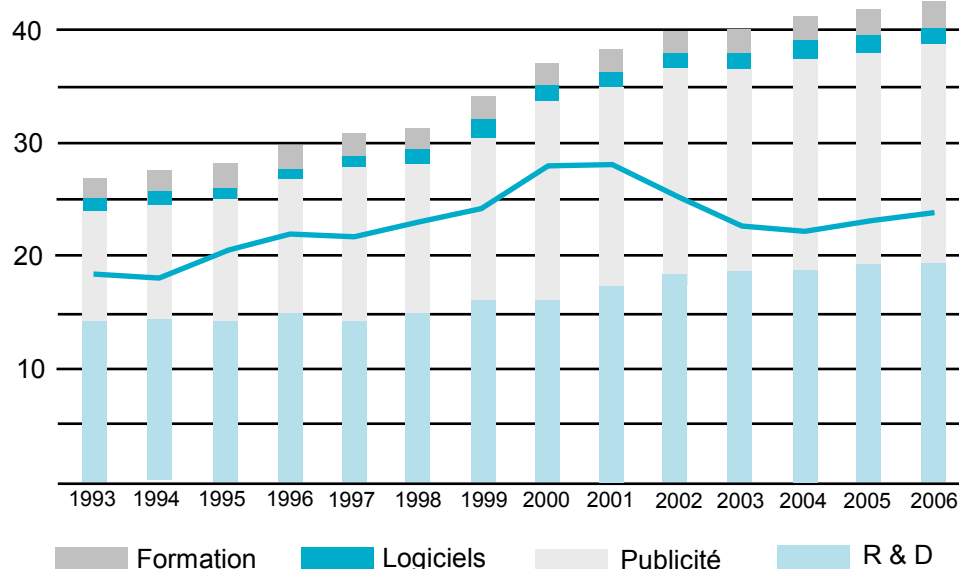
³ Institut national de la statistique et des études économiques.

À côté des traditionnelles acquisitions de biens productifs, certaines dépenses en services peuvent également être considérées comme des investissements dans la mesure où elles permettent d'accroître la capacité de production future de l'entreprise. Ainsi en est-il des dépenses de recherche-développement, de formation, de marketing, d'acquisition de logiciels ainsi que des investissements commerciaux à l'étranger.

Ces investissements immatériels sont de plus en plus présents dans les comptes des entreprises bien que leur mesure reste difficile. Ainsi les comptes nationaux européens ont-ils intégré dans la FBCF les achats de logiciels, d'œuvres littéraires et artistiques ou encore les frais de prospection minière et pétrolière.

En revanche, bien qu'ils représentent une part importante des investissements immatériels des entreprises, les frais de recherche-développement ou de publicité sont restés à l'écart. Ceci contribue à rendre plus incertaine la mesure de l'investissement par la FBCF.

Structure de l'investissement des sociétés non financières et des sociétés individuelles



Source : d'après SESSI, *L'industrie en France*, rapports de la commission permanente de concertation sur l'industrie

L'ouverture des économies conduit à ce que les entreprises réalisent une partie de leurs investissements à l'étranger. Cela comprend, outre la création d'entreprises à l'étranger, la prise de participation dans une unité de production existante.



Par convention, on parle d'Investissements Directs à l'Étranger (IDE) lorsqu'un investisseur acquiert plus de 10 % du capital social d'une entreprise. En deçà, on parle d'investissement de portefeuille.

On distingue habituellement les formes de l'investissement en fonction des effets attendus sur la structure productive :

- **l'investissement de capacité** correspond à une augmentation de la capacité de production : on installe de nouvelles machines, une nouvelle chaîne de montage, pour répondre à une augmentation de la demande ;
- **l'investissement de remplacement** représente l'acquisition de machines dans le but de renouveler le capital usé ou obsolète ;
- **l'investissement de productivité ou de rationalisation** a pour objet d'accroître l'efficacité du travail humain : il s'agit parfois de remplacer des hommes par des machines ou d'augmenter la productivité du travail.

Dans la réalité, ces trois formes d'investissement se recouvrent souvent : il n'est pas toujours possible de séparer, dans une opération donnée, ce qui correspond à l'augmentation de la productivité de ce qui renvoie à une hausse de la capacité productive.

Dans une usine par exemple, le remplacement d'une ancienne chaîne de montage par une nouvelle, robotisée et capable de produire plus, constitue à la fois un investissement de remplacement, de capacité et de productivité.



Des investissements visant surtout à renouveler et à moderniser les équipements

La destination des investissements ne se modifierait que légèrement en 2015 par rapport à 2014. La part des investissements destinés au renouvellement ou à la modernisation des équipements serait au-dessus de sa moyenne de longue période ; à l'inverse, celle des investissements consacrés à l'introduction de nouveaux produits ou à l'extension de la capacité productive resterait en deçà.

Répartition des motivations économiques des investissements

en %

	Moyenne 1991-2014	2014 (constatée)	2015 (prévue)
Renouvellement	27	29	28
Modernisation, rationalisation	24	24	25
<i>dont automatisation</i>	11	9	9
<i>dont nouvelles techniques</i>	7	7	7
<i>dont économie d'énergie</i>	6	8	9
Extension de la capacité productive	16	15	14
Introduction de nouveaux produits	14	12	12
Autres (sécurité, condition de travail, environnement...)	20	20	21

Source Insee, Enquête sur les investissements dans l'industrie – avril 2015, 6 mai 2015 – <http://insee.fr>

2. LES DÉTERMINANTS DE L'INVESTISSEMENT PRODUCTIF

Investir, c'est faire un pari sur l'avenir : les décisions prises n'ayant souvent des effets que plusieurs mois voire plusieurs années après. L'entrepreneur est donc particulièrement attentif à tous les paramètres pouvant en assurer la réussite : niveau de la demande anticipée, profits attendus, conditions financières.

2.1. Influence de la demande ou des profits : le modèle accélérateur – profit

La demande est composée de la consommation des ménages et de la demande extérieure (les exportations) mais également de l'investissement car il correspond à une demande de biens de production. Pour que les entreprises décident d'investir, il faut que leur capacité productive soit durablement inférieure à la demande qu'elles anticipent. Ainsi, le taux d'utilisation des capacités de production permet-il d'anticiper l'évolution de l'investissement.

Cet effet de la demande sur le volume de l'investissement est formalisé dans le mécanisme de l'accélérateur.

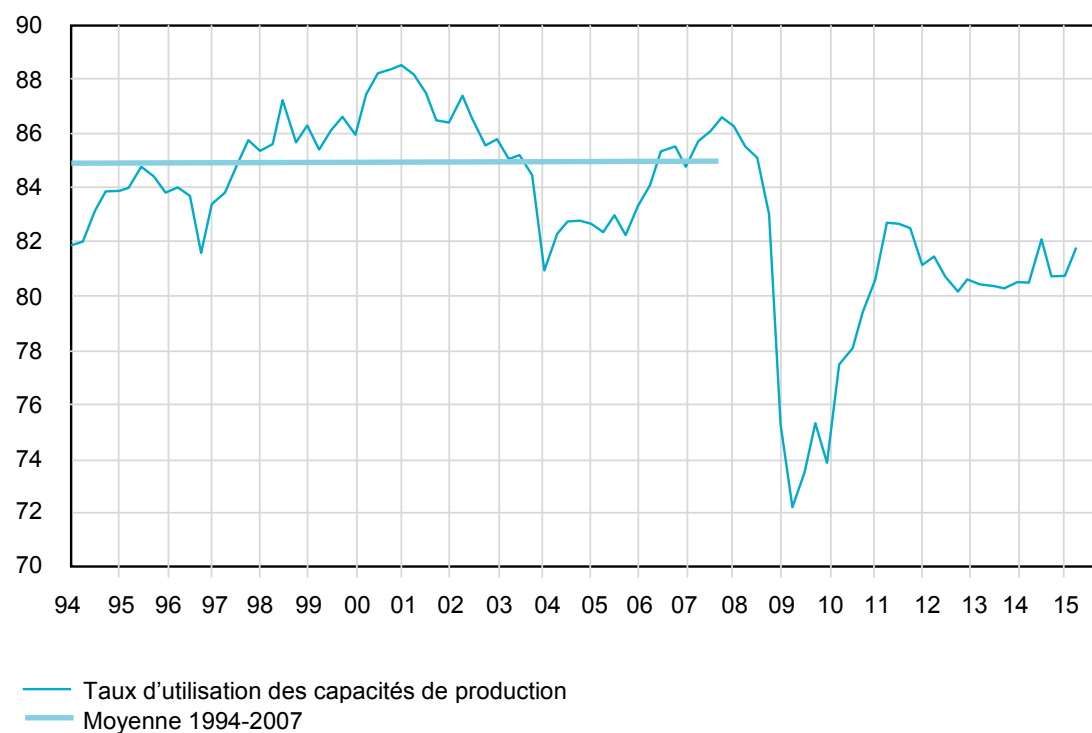
Les variations de la demande exercent un effet amplificateur sur celles de l'investissement (cf. infra encadré et développement sur « L'accélérateur »).

La quasi-totalité des industriels décident d'investir en fonction du rendement qu'ils attendent de leur nouvel équipement. Pourtant, au niveau macroéconomique, la corrélation entre le taux de marge¹ et le taux d'investissement n'est pas toujours nette (voir graphique 3). Ainsi, des profits élevés ne suffisent pas à inciter les entreprises à investir.

¹ Rapport de l'excédent brut d'exploitation et de la valeur ajoutée.

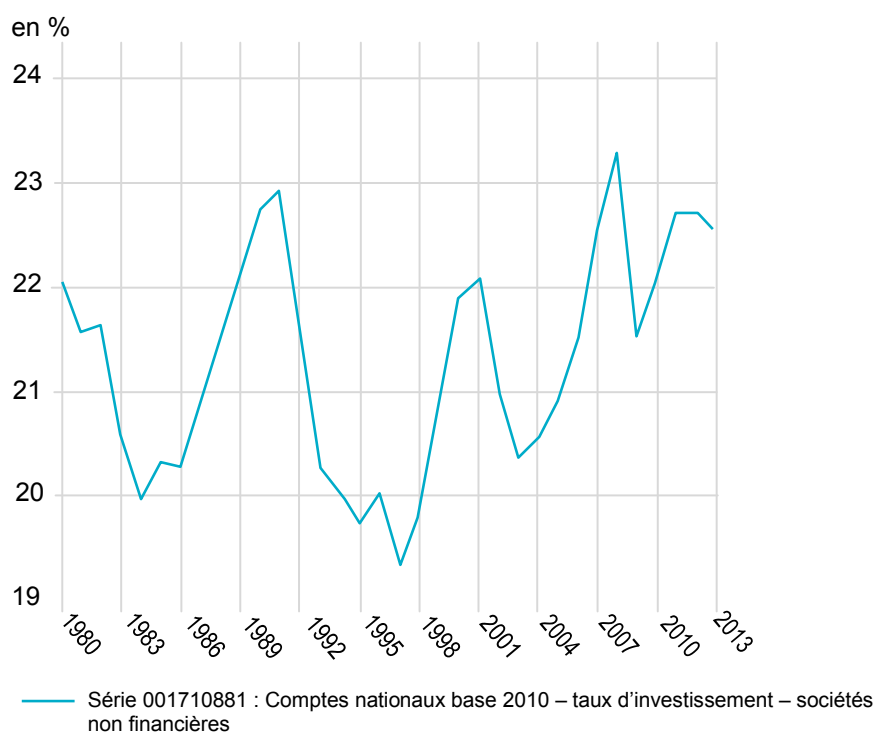
Enquête trimestrielle de conjoncture dans l'industrie

En %, CVS



Source : Insee, Avril 2015, 23 avril 2015

Comptes nationaux annuels base 2010 – taux d'investissement – sociétés non financières



Champ : France

Source : Insee, comptes nationaux – base 2010

Taux de marge et taux d'investissement des sociétés non financières en 2013

en %

	Taux de marge (1)	Taux d'investissement (2)
2000	32,7	21,9
2001	32,8	22,1
2002	32,2	21,0
2003	32,4	20,4
2004	32,5	20,6
2005	32,4	20,9
2006	32,7	21,5
2007	33,5	22,6
2008	33,1	23,3
2009	30,9	21,5
2010	31,6	22,1
2011	31,2	22,7
2012	30,6	22,7
2013	29,7	22,5

(1) : excédent brut d'exploitation (EBE) / valeur ajoutée brute (VA)

(2) : formation brute de capital fixe (FBCF) / valeur ajoutée brute (VA)

Champ : France, sociétés non financières, hors entreprises individuelles

Source : Insee, comptes nationaux - base 2010.

Lorsque le partage de la valeur ajoutée entre salaires et profits se fait en faveur des entreprises, elles peuvent plus facilement financer leurs dépenses d'investissement. Mais une diminution de la part des salaires peut provoquer des tensions sur la demande : **une des contradictions de l'investissement est que ses deux principaux déterminants peuvent s'opposer.**



Le principe de l'accélérateur repose sur l'existence d'un effet de capacité. S'il existe une liaison stable entre le niveau de la demande et les équipements nécessaires (coefficient de capital constant), alors toute hausse de la demande entraîne une augmentation de l'investissement.



Illustration du principe de l'accélérateur

Supposons que le coefficient de capital $(K/Y)^1$ soit de 3. Le tableau suivant montre l'évolution nécessaire du stock de capital et donc l'investissement induit :

Demande	Équipement nécessaire	Investissement induit	Taux de croissance de la demande	Taux de croissance de l'investissement
100	300	-	-	-
103	309	9	3 %	-
110	330	21	6,8 %	133 %
125	375	45	13,6 %	114 %
130	390	15	4 %	- 66 %
130	390	0	0 %	- 100 %

Les variations de l'investissement sont plus amples que celles de la demande : un simple ralentissement de la croissance de la demande suffit à provoquer une diminution des investissements.

¹ Rapport du stock de capital fixe à la valeur ajoutée.

L'effet accélérateur repose sur **plusieurs hypothèses qui viennent réduire son impact** :

- **il n'existe pas de capacité de production inemployée** ; l'effet ne joue à plein que si les entreprises sont obligées d'augmenter leur capital pour faire face à l'accroissement de la demande. Dans l'hypothèse, courante lors d'une récession, où les entreprises disposent de capacités de production inemployées, l'effet ne joue pas ;
- **le coefficient de capital est stable au cours du temps**, ce qui suppose que les gains de productivité sont réduits ; les entreprises cherchent systématiquement à répondre à l'augmentation de la demande. On pourrait envisager que l'ajustement entre l'offre et la demande se fasse par une augmentation des prix.

2.2. Investissement et situation financière : taux d'intérêt et capacité de financement

Profit et demande ne sont pas les seules variables à prendre en compte : l'investisseur doit également tenir compte de sa capacité à financer ses projets. Le niveau du taux d'intérêt et les possibilités d'autofinancement des entreprises sont à prendre en compte.

■ Le rôle du taux d'intérêt

Un niveau élevé de taux d'intérêt est généralement considéré comme un frein à l'investissement, mais tout dépend du rendement attendu de celui-ci. La notion d'efficacité marginale du capital, introduite par Keynes¹, permet ainsi de savoir si un investissement peut être réalisé, compte tenu du niveau du taux d'intérêt.



L'efficacité marginale du capital est « *le taux d'escompte qui, appliqué à une série d'annuités constituée par les rendements escomptés de ce capital pendant son existence entière, rend la valeur actuelle des annuités égales au prix d'offre de ce capital.* »

Pour un projet d'investissement donné, l'efficacité marginale du capital dépend du coût actuel de l'investissement (I), du volume des recettes que rapporte cet investissement pendant sa durée d'usage (R_t), de la distribution de ces revenus dans le temps (« e » est d'autant plus fort que les revenus arrivent précocement).

L'efficacité marginale du capital est donc « e » tel que :

$$I = \sum \frac{R_t}{(1+e)^t}$$

Pour simplifier, on peut considérer qu'elle représente le rendement escompté de l'investissement.

Pour décider ou non d'investir, l'entrepreneur compare l'efficacité marginale du capital et le taux d'intérêt. Il ne réalisera l'investissement que si l'efficacité marginale du capital est supérieure au taux d'intérêt, et ce, qu'il possède ou non les fonds nécessaires.

Si l'entreprise dispose de réserves financières, le taux d'intérêt correspond au coût d'opportunité : c'est ce que l'entreprise aurait pu gagner en plaçant ses fonds sur les marchés financiers.

Quand le taux d'intérêt est supérieur à l'efficacité marginale du capital, il est plus intéressant pour elle de prêter ses réserves.

Si l'entreprise ne dispose pas des fonds nécessaires, elle devra emprunter. Le taux d'intérêt représente alors le coût de l'emprunt.

Lorsqu'il est plus important que le rendement attendu de l'investissement, il vaut mieux ne pas investir.

On retrouve l'idée de comparer la rentabilité de l'investissement et celle des placements financiers dans la notion de profitabilité.



La notion de profitabilité mesure l'écart entre la rentabilité financière de l'investissement, définie par le rapport (profit-taux d'intérêt) / capitaux propres et le taux d'intérêt réel.

Lorsque le taux d'intérêt s'accroît, les entreprises renoncent à des investissements jugés non rentables.

¹ In *Théorie générale*, Keynes.

■ La capacité de financement

Il ne suffit pas de décider d'investir, il faut également en avoir les moyens.

L'entreprise peut utiliser ses fonds propres, qu'ils proviennent d'une augmentation de capital ou d'un autofinancement, ou emprunter.

Le financement à partir des fonds propres ne fait peser aucune contrainte de remboursement, mais suppose d'avoir réalisé préalablement des profits ou d'être capable de lever des fonds supplémentaires.

Quant au **financement par emprunt**, il risque de fragiliser l'entreprise en augmentant son endettement et la soumet à l'influence du taux d'intérêt.

En contrepartie, l'endettement contribue à accroître la rentabilité financière de l'entreprise : les investissements financés par emprunt permettent de dégager des profits qui ne sont répartis que sur les capitaux propres.

Lorsque le taux de profit est supérieur au taux d'intérêt, la rentabilité des capitaux propres est accrue par l'endettement : c'est **l'effet de levier**. Dans le cas contraire, il se transforme en **effet de massue**.

Au cours des dernières décennies, le financement des investissements s'est profondément modifié. Dans le courant des années 70, le partage de la valeur ajoutée a été plus favorable aux salariés : la part des profits a diminué et les entreprises ont eu recours massivement à l'emprunt.

Les années 80 ont connu un phénomène inverse : la remontée de la part des profits a permis aux entreprises d'autofinancer plus largement leurs investissements.

Au cours des années 90, la situation des entreprises s'est caractérisée par des taux de marge élevés et des taux d'investissement faibles : elles ont ainsi largement autofinancé leurs investissements.

La remontée du taux d'investissement au cours de la dernière décennie (jusqu'à la crise économique de 2008) s'est accompagnée de taux de marge élevés mais stables : le taux d'autofinancement a donc logiquement régressé.



Éclairage historique

Les entreprises ont modifié leurs sources de financement externe en ayant de plus en plus recours à un financement direct, par les marchés financiers, au détriment du financement par les emprunts bancaires. Cette mutation explique en partie le fort développement des marchés financiers lors des vingt dernières années.

3. LES EFFETS ÉCONOMIQUES DE L'INVESTISSEMENT

Seule opération économique majeure à avoir une influence, tant du côté de l'offre que de la demande, l'impact de l'investissement sur la croissance économique et sur l'emploi peut-être considérable.

3.1. Effets d'offre et de demande

Au niveau macroéconomique, **l'investissement est l'une des composantes de la demande**, aux côtés de la dépense de consommation et de la demande étrangère (exportations).

■ En effet, **la dépense d'investissement se traduit par une demande** pour les producteurs de biens d'équipement.

De plus, le flux de dépenses occasionné par l'investissement donne lieu à une distribution de revenus qui vont générer une nouvelle demande. Par exemple, les salariés des entreprises fabriquant les biens de production reçoivent des revenus qu'ils vont ensuite consommer ou épargner.

On voit ainsi qu'une dépense initiale d'investissement se traduit par une succession de flux de revenus et de dépenses.

C'est ce mécanisme qu'on appelle, à la suite de Keynes, **le multiplicateur d'investissement** : il montre qu'en définitive, **une dépense d'investissement supplémentaire se traduit par une augmentation plus que proportionnelle du niveau de la demande.**

L'effet multiplicateur est d'autant plus grand que la propension marginale à consommer est forte, c'est-à-dire que les ménages consacrent à la consommation une fraction importante de leur supplément de revenu.

Ceci à condition également que la propension marginale à importer soit faible¹.



Le principe du multiplicateur keynésien repose sur un effet de revenu : la dépense d'un agent engendre un revenu pour un autre agent, qui va lui-même dépenser...

Le supplément de revenu peut être soit consommé soit épargné et c'est cette répartition, par l'intermédiaire de la propension marginale à consommer, **qui détermine le niveau du multiplicateur d'investissement.**



Le multiplicateur d'investissement

D'après ce principe, un supplément de dépense peut provenir de la consommation ou de l'investissement : $\Delta Y = \Delta C + \Delta I$.

Or, $\Delta C = c \cdot \Delta Y$ où c représente la propension marginale à consommer.

L'effet est donc d'autant plus grand que la propension marginale à consommer est importante puisque : $\Delta Y = 1 / (1-c) \cdot \Delta I$.

L'ouverture de l'économie se traduit par l'introduction d'une fonction d'importation $\Delta M = m \cdot \Delta Y$, et a pour effet de réduire la valeur du multiplicateur, puisqu'on a alors : $\Delta Y = 1 / (1-c+m) \Delta I$.

■ **L'investissement** contribue également à accroître l'offre en augmentant les capacités productives.

Ses effets diffèrent cependant en fonction de sa forme :

- par nature, un **investissement de capacité** accroît l'offre, correspondant à une volonté de produire plus et traduisant le désir de croître de l'entreprise ;
- dans le cas d'un **investissement de productivité**, c'est la compétitivité de l'entreprise qui est en jeu ;
- quant à l'**investissement de remplacement**, sa croissance permet un rajeunissement du capital en accélérant le renouvellement des équipements usagés. En revanche, son recul est dangereux car il provoque, à terme, un vieillissement de l'appareil productif.

3.2. Investissement, croissance et cycles



Éclairage théorique

La décomposition de la croissance du PIB permet de mettre en évidence le rôle joué par l'investissement :

$$PIB = C + FBCF + \Delta Sk + X - M$$

C désignant les dépenses de consommation,
 ΔSk la variation des stocks,
 X et M les exportations et les importations.

La contribution de chaque facteur à la croissance du PIB est mesurée par le produit de son taux de croissance et son poids dans le PIB.

¹ Propension marginale à consommer = $\Delta C / \Delta R$.

Propension marginale à importer = $\Delta M / \Delta R$ où C = consommations, R = revenus et M = exportations / importations.

Graphique 4 : le PIB et ses composantes

Contributions à l'évolution du produit intérieur brut aux prix de l'année précédente

En % du produit intérieur brut

Intitulés	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dépense de consommation finale	0,5	0,7	1,3	0,5	0,3	0,6	0,7
Ménages	0,2	0,0	0,9	0,2	-0,1	0,2	0,3
Administrations publiques	0,2	0,0	0,9	0,2	-0,1	0,2	0,3
Institutions sans but lucratif au service des ménages	0,3	0,5	0,3	0,2	0,4	0,4	0,4
Formation brute de capital fixe	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Sociétés et entreprises individuelles non financières	0,2	-2,1	0,5	0,5	0,1	-0,1	-0,3
Sociétés et entreprises individuelles financières	0,4	-1,5	0,5	0,5	0,0	0,1	0,2
Administrations publiques	0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,1	-0,1	0,0
Ménages hors entrepreneurs individuels	-0,1	0,2	0,0	-0,2	0,1	0,0	-0,3
Institutions sans but lucratif au service des ménages	-0,2	-0,7	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,3
Solde des échanges extérieurs de biens et services	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportations de biens et de services	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,5	0,0	-0,5
Importations de biens et de services	0,1	-3,1	2,2	1,8	0,7	0,5	0,7
Acquisitions moins cessions d'objets de valeur	-0,4	2,7	-2,3	-1,8	-0,2	-0,5	-1,2
Variation des stocks	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Produit intérieur brut	-0,2	-1,1	0,3	1,1	-0,6	0,2	0,2

Source : Comptes nationaux - Base 2010, Insee- mis à jour 13 mai 2015e
http://www.insee.fr/fr/themes/comptes-nationaux/tableau.asp?sous_theme=1&xml=t_1104

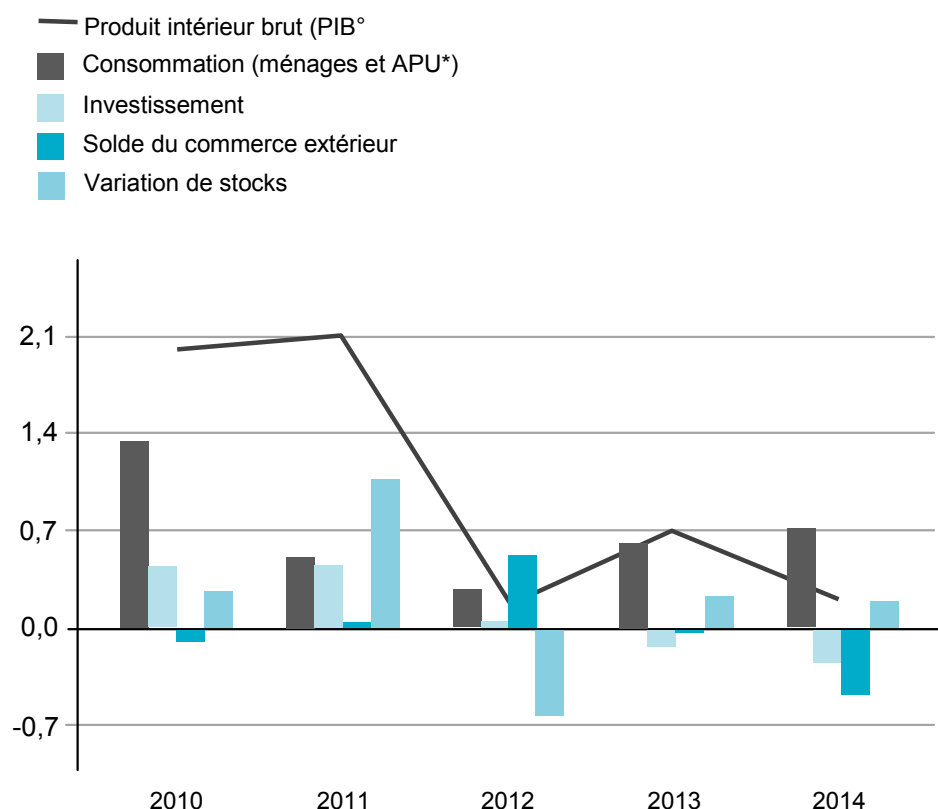
L'investissement pèse certes beaucoup moins que les dépenses de consommation, mais ses variations annuelles sont souvent importantes. Il contribue ainsi de manière non négligeable à la croissance économique.

Inversement, les fluctuations de l'activité économique provoquent des mouvements de plus grande ampleur de l'investissement via le mécanisme de l'accélérateur.

Au total, l'investissement et la croissance économique apparaissent nettement corrélés et soumis à des cycles.

Évolution du PIB en volume et contributions à cette évolution

Variation annuelle en %, contributions en points



* administrations publiques

Source : Insee, comptes nationaux – base 2010- Mai 2015

L'investissement est d'ailleurs très largement considéré comme une variable fondamentale dans l'explication des cycles économiques.

Le **modèle de l'oscillateur de Samuelson**, par exemple, repose sur la combinaison des effets multiplicateur et accélérateur : selon ce modèle, une augmentation des investissements entraîne une croissance des revenus en vertu de l'effet multiplicateur et donc une augmentation de la demande.

Cette demande supplémentaire provoque un besoin de capital nouveau qui se traduit alors par des investissements (effet accélérateur).

La combinaison de ces effets serait à l'origine des fluctuations cycliques.

Les cycles économiques de long terme peuvent également être déterminés par les investissements.

Ainsi, le « découvreur » des cycles longs, Kondratiev, les interprétait-il comme liés au renouvellement des « biens capitaux essentiels » (grands bâtiments, voies de chemin de fer...).

3.3. Investissement et emploi

La question des effets de l'investissement sur l'emploi est très largement controversée.

Les conséquences dépendent essentiellement du type d'investissement réalisé : dans le cadre d'un investissement de capacité, l'emploi a toutes les chances de progresser ; la question est plus délicate pour l'investissement de productivité.

Si on se place dans une perspective historique, depuis la révolution industrielle il est évident que l'introduction du progrès technique, par le biais de l'investissement de productivité, ne s'est pas traduite par une réduction de l'emploi. Elle s'est faite parallèlement à une augmentation de la population active et surtout elle s'est accompagnée d'une réduction générale du temps de travail.

On rejoint la **question de la compensation** : si le progrès technique est parfois destructeur d'emploi dans les activités directement concernées, il contribue également à en créer dans d'autres branches, même si les qualifications ne sont pas identiques.

En effet, en réduisant les coûts de production, il permet de baisser les prix, ce qui conduit à une augmentation de la demande, dans la branche ou dans d'autres.

Une autre question se pose ces dernières années : celle de la destination géographique des investissements, les entreprises allant chercher les lieux de production les plus efficaces ou les plus proches des marchés.

Si le coût du travail, à productivité comparable, est plus faible à l'étranger, cela peut en effet conduire à des suppressions d'emplois.

La question générale de la machine créatrice ou destructrice d'emploi, posée dès le ^{xix}^e siècle, n'est donc pas résolue, bien qu'une vision optimiste puisse néanmoins prévaloir pour le long terme.



Sources

Cahiers Français n° 345, « Comprendre l'économie » vol.1.

INSEE, Conjoncture, Indicateurs de conjoncture.



CHAPITRE 5 – LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE ET SES ACTEURS

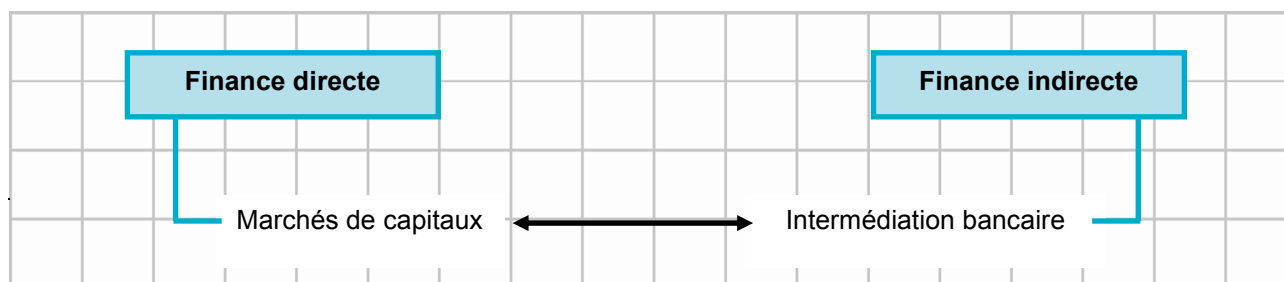
Les objectifs pédagogiques : Appréhender l'évolution du système financier et son importance dans l'économie.
Différencier les notions de marchés ainsi que les métiers de la finance et souligner le rôle des banques au sein du système au-delà de leur rôle traditionnel d'intermédiation.

Le financement de l'économie désigne l'ensemble des modalités par lesquelles les agents économiques se procurent les ressources nécessaires à la réalisation de leurs activités.

On distingue traditionnellement deux grands modes de financement : direct et intermédié.

Quelles en sont les caractéristiques ? Quelles sont les possibilités de financement offertes aux agents économiques ? Qu'en est-il de l'essor des marchés financiers depuis les années 80 ?

Les notions-clés



Les crises financières nous rappellent le rôle décisif des instruments financiers pour le développement économique.

Le financement de l'économie concerne tous les agents économiques et le système financier met en relation ceux qui ont un besoin de financement avec ceux qui dégagent au contraire une capacité de financement.

Le démarrage de toute activité comprend la mobilisation de ressources financières qui peuvent avoir diverses origines : l'épargne de l'entrepreneur, le recours au crédit ou encore la recherche de capitaux sur le marché. De même, l'emprunt permet aux ménages de réaliser leurs projets.

L'épargne des ménages constitue une ressource importante des marchés qu'il faut canaliser, rémunérer et sécuriser. À l'opposé, différentes stratégies sont possibles pour répondre aux besoins de financement de l'économie qui dépendent du niveau de développement économique et de l'environnement institutionnel.

1. ÉCONOMIE D'ENDETTEMENT ET ÉCONOMIE DE MARCHÉS FINANCIERS

■ Finance directe et finance indirecte (intermédiation financière)

Les agents économiques ont en effet le choix entre deux formes de financement :

- dans le cas du **financement direct**, les épargnants lorsqu'ils achètent des titres sur la marché offre des liquidités aux emprunteurs. Les agents financiers (banque, courtier, institution financière spécialisée...) ont un rôle qui se limite à la mise en relation des prêteur et emprunteur ;
- dans le cas du **financement indirect** (ou intermédié), l'intermédiaire financier fait, là, écran entre les deux agents : il collecte des ressources auprès des agents à capacité de financement, qu'il transforme et prête aux agents à besoin de financement.

La « transformation » peut concerner aussi bien l'échéance des titres, l'intermédiaire prêtant sur longue période des ressources dont le terme est plus court, que le risque (il finance des projets risqués à partir d'une épargne sécurisée).

L'intermédiation financière permet de concilier les souhaits des épargnants et ceux des emprunteurs, les premiers souhaitant généralement des placements liquides et peu risqués quand les seconds ont en principe besoin de prêts sur le long terme pour des activités au rendement incertain.

Lorsque l'institution financière accorde des prêts à partir de ressources préalables, on dit que « les dépôts font les crédits », s'il s'agit d'une banque, elle peut également créer de la monnaie pour répondre aux besoins de financement, on dit alors que « les crédits font les dépôts ».

En cas d'intermédiation, la créance sur l'emprunteur est inscrite à l'actif du bilan de l'institution financière qui assume de ce fait le risque de crédit.

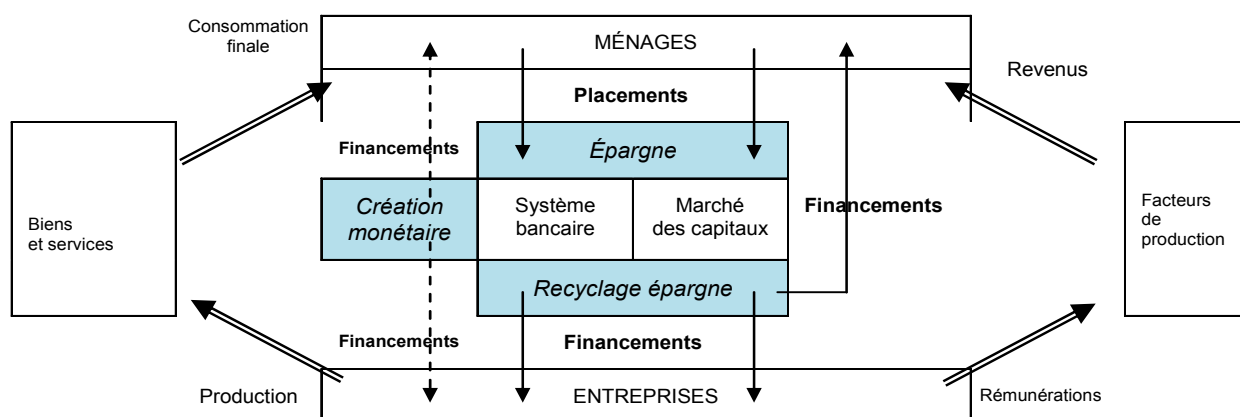
■ L'émergence des marchés financiers

Aux premiers stades du développement économique, les marchés financiers étaient peu développés voire inexistants. Le financement dépendait principalement des ressources propres de l'entrepreneur ou des emprunts qu'il pouvait contracter auprès de banquiers ou d'usuriers.

Cela engendra des changements institutionnels comme la **création du statut de société anonyme ou l'organisation et la gestion des places financières**.

Dans les pays les plus avancés et les plus libéraux, **les marchés financiers connurent un essor considérable** et cette forme de financement s'imposa relativement aux formes intermédiées : les **États-Unis et le Royaume-Uni** ont suivi ce mode de développement et figurent aujourd'hui parmi les pays dont les marchés financiers sont les plus vastes.

Dans les pays où le dirigisme fut plus marqué et le système bancaire très présent, **l'économie d'endettement a prévalu** : durant les Trente Glorieuses, **la France, l'Allemagne ou le Japon** relevaient de ce dernier modèle, le financement des entreprises reposant largement sur l'endettement auprès des grandes banques.



2. LES POSSIBILITÉS DE FINANCEMENT OFFERTES AUX AGENTS EMPRUNTEURS

2.1. Les entreprises

■ L'autofinancement

Les entreprises sont régulièrement confrontées à la nécessité de financer leurs activités. Pour cela, elles peuvent compter sur leur propre épargne.

L'autofinancement désigne les moyens financiers dont l'entreprise dispose par elle-même : il s'agit de l'épargne des actionnaires propriétaires de l'entreprise ou des fonds qu'elle met en réserve.

Le volume de ces disponibilités financières dépend de la rentabilité de l'entreprise.

De bons indicateurs de la capacité à l'autofinancement des entreprises sont notamment :

- **EBIT** (*Earnings Before Interest and Taxes*), correspondant au **résultat d'exploitation** dans la norme comptable française ;
- **EBITDA** (*EBIT – Depreciation and Amortization*), correspondant au CA – salaires, cotisations sociales, consommations de l'exercice en provenance des tiers – amortissements des immobilisations corporelles et incorporelles, soit l'**EBE** dans la norme comptable française.

Cependant, ces moyens financiers peuvent s'avérer insuffisants pour le développement de l'entreprise si elle doit effectuer des investissements lourds. Elle devra alors recourir soit à un financement externe sur le marché, soit à des établissements de crédit.

■ Le recours aux marchés financiers : l'émission d'actions et/ou d'obligations

Deux choix s'offrent à l'entreprise : l'émission de titres de propriété supplémentaires (actions) ou l'émission de titres de créances (obligations, billets de trésorerie...). Ces deux solutions sont porteuses de contraintes **différentes** :

- dans le cas d'**émission d'actions nouvelles**, il faudra trouver de nouveaux partenaires et les attirer par des perspectives de profit. Cette solution étant conditionnée par l'ambiance générale du marché, une période de dépression économique y est défavorable. De plus, l'ouverture du capital peut fragiliser l'équipe dirigeante en place et contrarier sa stratégie de long terme. L'entreprise peut également devenir la proie d'autres sociétés si la propriété du capital est dispersée dans le public (on parle de capital « flottant ») ;
- dans le cas de l'**émission de titres de créance**, un remboursement ultérieur et le versement d'intérêts sont programmés. Lorsque la durée de vie du titre s'inscrit dans le moyen ou le long terme, il s'agit d'une **obligation**, son niveau de taux d'intérêt dépendant des conditions du marché et de l'évaluation du risque représenté par l'activité de l'entreprise ou sa santé financière. En cas de ralentissement du rythme de l'activité, la charge de cet endettement peut peser lourdement sur la rentabilité de la société. Pour financer leur fonds de roulement, les entreprises d'une certaine taille peuvent émettre directement sur le marché des titres à échéance plus courte comme des **billets de trésorerie**.

■ Le recours aux établissements de crédit

Les entreprises peuvent également solliciter le concours des établissements de crédit, les petites et moyennes entreprises (PME) y étant généralement contraintes faute d'accès direct au marché.

Les banques se chargent alors de la collecte des fonds auprès des épargnants.

Les prêts qu'elles consentent sont inscrits comme créances à l'actif de leur bilan. Elles en assument le risque et, la plupart du temps, l'atténuent en recourant à des garanties.

Bien que cette méthode ait fait débat à la suite de la crise financière des subprimes en 2007-2008, par la **titrisation**, les banques peuvent essayer de s'affranchir des risques de crédit excessifs en les transférant sur le marché.

En consentant des « **découverts bancaires** » à leurs clients, les banques de dépôt participent à la création monétaire, celle-ci étant adossée à une créance. Cette garantie pourra en retour être mobilisée auprès de la Banque centrale ou sur le marché pour obtenir des liquidités.

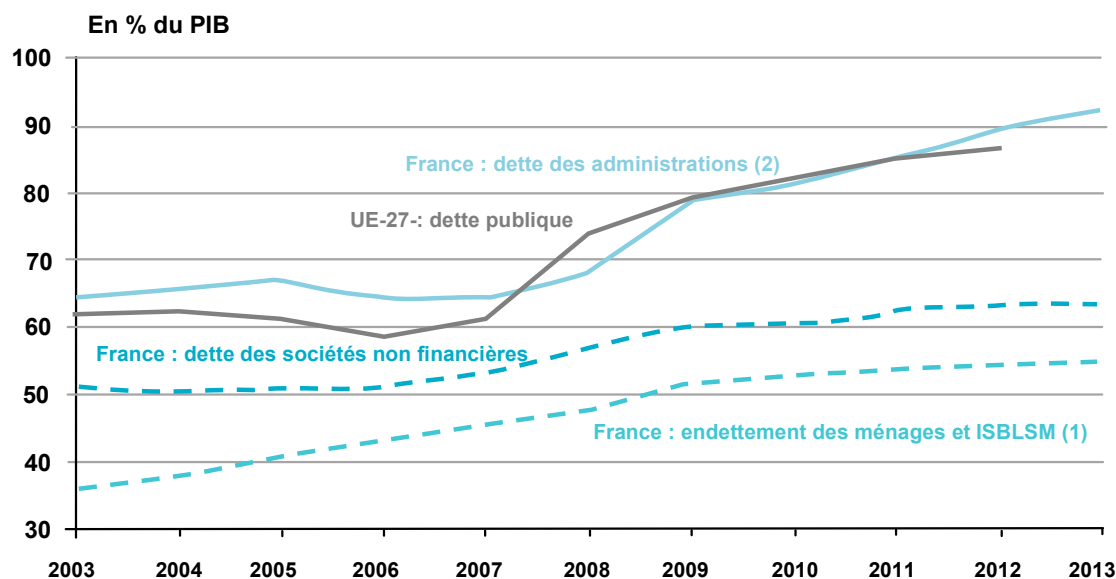
S'agissant d'**escompte d'effet de commerce**, ce dernier confère à la banque créditrice une contrepartie du crédit qu'elle accorde.

Les **crédits** qu'elles octroient à leurs clients génèrent les dépôts à partir desquels ces derniers peuvent honorer leurs dettes.

Les entreprises peuvent cependant s'abstenir de recourir à l'emprunt bancaire en sollicitant, en tant que clientes, le **crédit de leurs fournisseurs** via la négociation de délais de paiements. En France, l'endettement des sociétés non financières atteignait 41,6 % de l'endettement total en 2007 (cf. graphique ci-après).

Ratios de dette des agents non financiers en 2013

Endettement des agents économiques



(1) Institutions Sans But Lucratif au Service des Ménages - (2) au sens de Maastricht - Champ : France

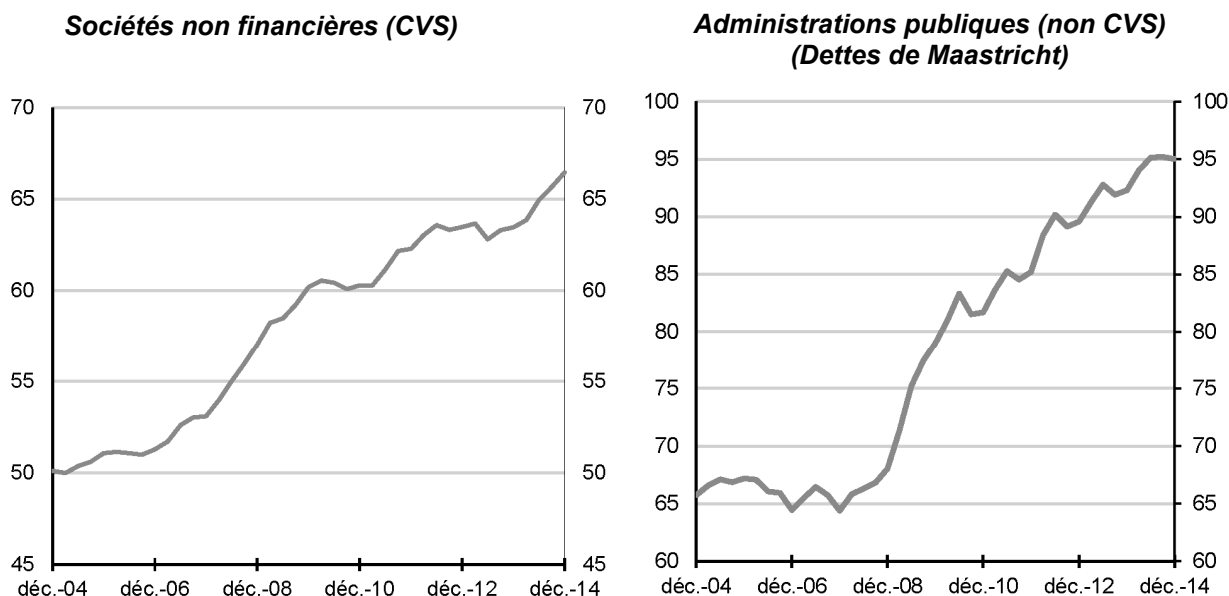
Source : Eurostat (mis à jour août 2014) et Banque de France, Insee -comptes nationaux base 2010- pour la France

Encours de dette par secteur

	Encours en milliards d'euros, valeur nominale, CVS				
	dec. 13	mars 14	juin 14	sept. 14	dec. 14
Agents non financiers privés	2 501,8	2 520,0	2 552,1	2 576,6	2 603,8
Ménages	1 159,4	1 164,0	1 170,2	1 174,7	1 179,8
Sociétés non financières	1 342,3	1 355,9	1 381,8	1 401,9	1 424,0
Administrations publiques : dette Maastricht (non CVS)	1 953,4	1 998,9	2 027,6	2 035,4	2 037,8

L'augmentation de l'endettement est plus marquée pour les SNF (1424,0 Mds d'euros à fin décembre 2014, après 1401,9 Mds à fin septembre) que pour les ménages (1179,8 Mds, après 1174,7 Mds). L'endettement des administrations publiques est quasi inchangé par rapport au trimestre précédent.

Taux d'endettement par secteur (en valeur nominale, en % du PIB)



Source : site de la banque de France STAT INFO, 4^e trimestre 2014, Endettement des agents non financiers

Cet endettement est plutôt financé au moyen d'obligations, les OAT (Obligations Assimilables du Trésor), l'émission de bons du Trésor à court terme, permettant la gestion de la trésorerie de l'État. Généralement, les détenteurs de ces titres sont les intermédiaires financiers.

2.2. Les ménages

Enfin, les ménages peuvent solliciter des crédits auprès du système bancaire pour financer leurs achats immobiliers ou leurs dépenses de consommation. Leurs dettes sont principalement à long terme pour le logement.

2.3. Actions ou obligations ?

L'épargnant est animé de motivations contradictoires : d'un côté **la liquidité de son placement** lui permettant d'en disposer quand il l'entend, de l'autre la conservation ou la progression de la valeur de son actif avec **la rémunération la plus élevée possible**.

Un placement en actions est rémunéré par le dividende qui varie selon la rentabilité de la société (dont elle représente une part du capital), par conséquent, son rendement est aléatoire et peut même être nul. De plus, le cours de l'action dépend des conditions du marché boursier et peut totalement s'effondrer.

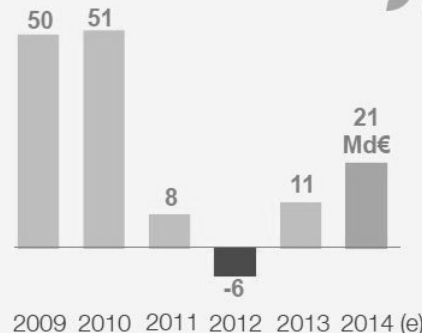
L'obligation garantit quant à elle un remboursement intégral du capital à l'échéance ainsi qu'un rendement conventionnel. Ce placement n'en comporte pas moins un risque de liquidité et de taux d'intérêt et les espoirs de gains sont plus limités qu'avec un placement en actions.

Collecte nette de l'assurance vie

”

Une collecte positive, supérieure à celle de 2013, loin de celles d'avant 2011

”



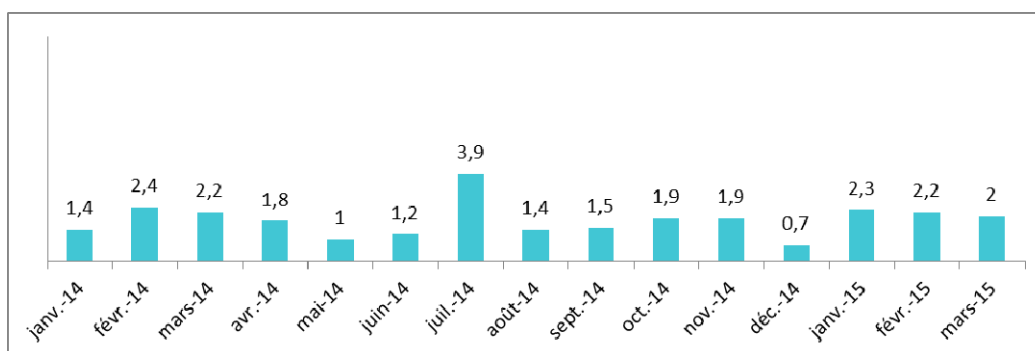
Source : AFA

Source : Argus de l'assurance.com, 29 janvier 2015

Une collecte nette positive en mars 2015

Évolution mensuelle de la collecte nette

(estimations : vue et capitalisation - affaires directes - en milliard d'euros)



Source : association française de l'assurance, « L'assurance vie à fin mars 2015 »

Malgré les nombreuses réformes la concernant et ayant amenuisé son intérêt, l'assurance-vie présente toujours une fiscalité avantageuse si la durée du contrat est longue et **la fiscalité influence considérablement l'orientation des placements**. Ainsi, en 2006, l'alourdissement des prélèvements sur l'épargne logement avait-elle réorienté les placements vers d'autres supports, essentiellement des placements à terme.

2.4. Le développement des investisseurs institutionnels

La complexité de la diversification des risques de placement et la recherche des meilleurs titres ont conduit à la création d'Organismes de Placements Collectifs en Valeurs Mobilières (**OPCVM**) en 1988. Créés par les institutions financières, ces structures proposent à l'épargnant l'expertise des gestionnaires de portefeuilles dans le choix des supports de placement financiers.

Parmi elles, les Sociétés d'Investissement à Capital Variable (**SICAV**) sont des sociétés anonymes gestionnaires d'un portefeuille de valeurs mobilières d'un capital minimum de 7,5 millions d'euros.

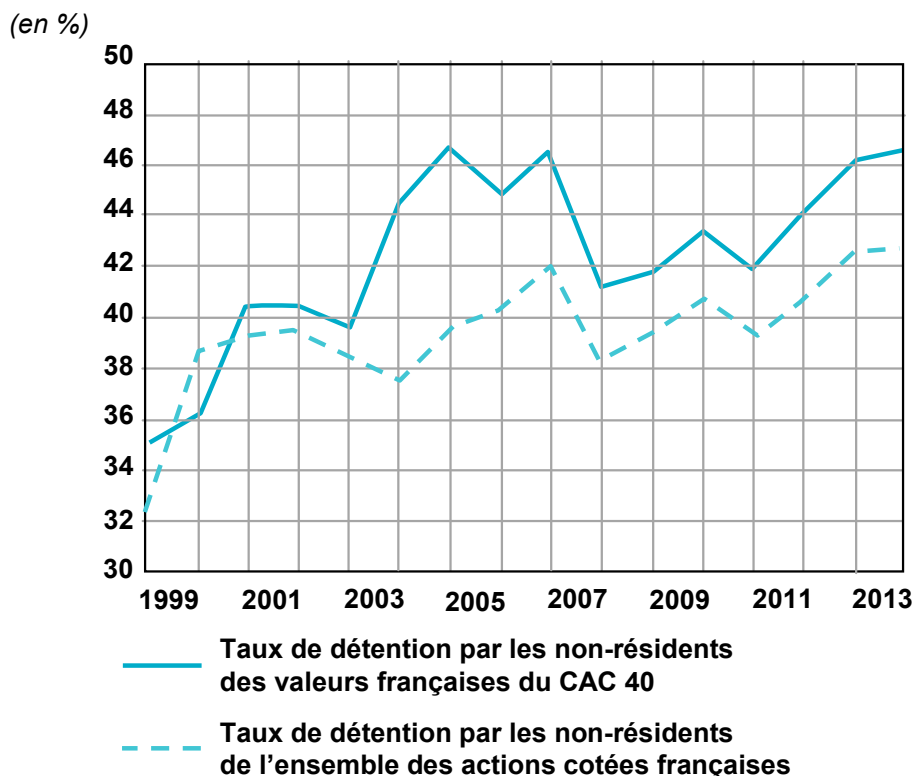
Les fonds communs de placement (**FCP**) sont une copropriété de valeurs mobilières pour un montant minimum de 400 000 euros.

La composition des portefeuilles pourra accentuer ou réduire l'exposition au risque : l'épargnant a ainsi le choix entre des portefeuilles dynamiques ou prudents.

L'ouverture internationale a permis de diversifier les placements : une grande partie des titres français sont aux mains d'épargnants étrangers, notamment des fonds de pension anglo-saxons.

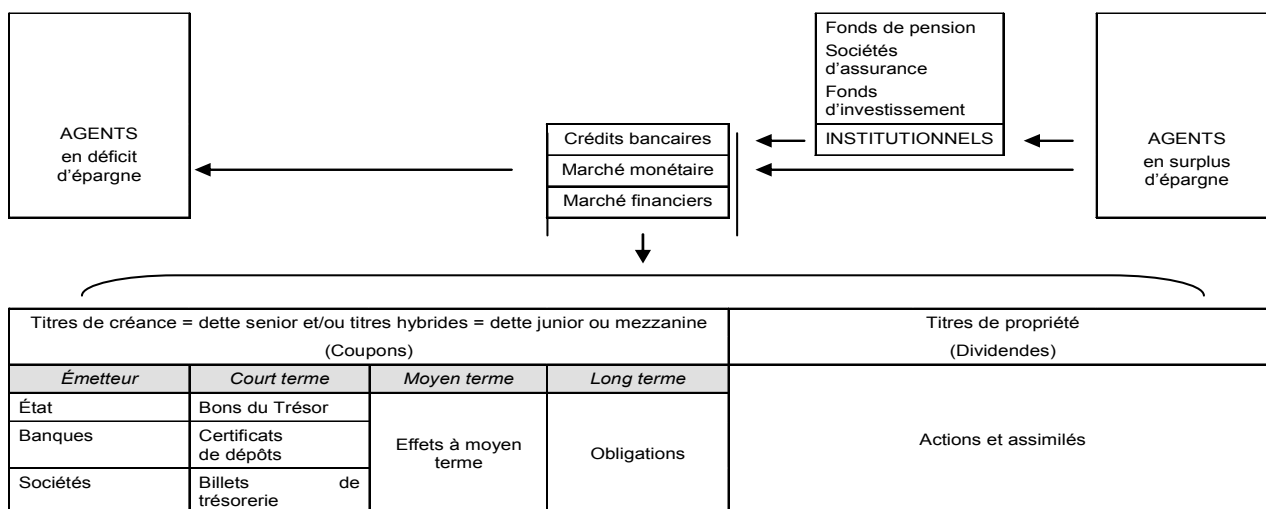
Ainsi, selon la Banque de France, 43,4 % des actions des 37 entreprises françaises du CAC 40 étaient détenus à fin 2011 par des non-résidents. La croissance rapide des marchés financiers a attiré de nouveaux acteurs sur les marchés, ce qui n'a pas été sans déconvenues, ces derniers étant instables : exiger des rentabilités de plus de 15 % comme ont pu le souhaiter certains gestionnaires de fonds (notamment les *hedge funds*³¹), peut conduire à des excès. Cette logique de « capitalisme patrimonial » peut amener des corrections sévères anéantissant les espoirs d'enrichissement des épargnants.

Évolution de la détention par les non-résidents des actions françaises cotées et des actions du CAC 40



Source : Banque de France, direction de la Balance des paiements

Source : banque de France - Bulletin de la Banque de France - n° 197 - 3^e trimestre 2014



³¹ Un *hedge fund*, contrairement à son nom signifiant « couverture », est un fonds d'investissement non coté à vocation spéculative.

3. ÉVOLUTION DU MONDE BANCAIRE ET ESSOR DES MARCHÉS

Les années 80 ont été marquées par une vague de changement structurels et d'innovations financières qualifiées de « 3D » par H. Bourguinat : désintermédiation, décloisonnement, déréglementation. L'expression des « 3D » a été inventée par l'économiste Henri Bourguinat dans son livre *Finance internationale* paru en 1992.

La désintermédiation désigne l'autonomisation progressive des agents non-financiers vis-à-vis des banques. Les entreprises d'une certaine taille peuvent effectuer directement leurs emprunts sur le marché auprès des épargnants. De nouveaux titres sont émis par les agents non financiers.

Le décloisonnement désigne l'ouverture internationale des marchés de capitaux par l'abolition du contrôle des changes et la disparition de la distinction des établissements de crédit en banques de dépôt et banques d'investissement. Cette dernière était une conséquence de la crise de 1929 aux États-Unis : le **Glass Steagall Act de 1933** avait **établi une frontière entre les deux types de banques**, les engagements bancaires à long terme gagés sur des ressources à échéances courtes ayant conduit à l'insolvabilité des banques, puis à leur faillite durant les années 30.

En France, la **loi bancaire de 1945** avait repris à son compte cette **séparation des établissements**, contrairement à l'Allemagne où le modèle de « banque universelle » prévalait.



Éclairage historique

La construction européenne a conduit la France à abandonner progressivement cette règle de séparation des activités à partir de 1966³². La loi bancaire du 24 janvier 1984 a finalement établi un cadre juridique unique pour les établissements de crédit. Aux États-Unis, cette séparation des banques a duré un peu plus longtemps puisqu'elle n'a été abrogée qu'en novembre 1999.

Dans le monde bancaire, la concurrence s'est accrue et a conduit à la constitution de groupes gérant tous types d'opérations, prodiguant des conseils et fournissant des services aux agents non financiers.

En France, la concentration du secteur financier a progressé puisque le nombre d'établissements de crédit a décru 1 935 en 1984 (source INSEE), pour 572 établissements de crédit en janvier 2013 (source ACPR, ne comprend pas les établissements soumis à l'article L518-1 banque de France, La Poste...). Les six principaux groupes bancaires réalisent aujourd'hui 80 % des crédits et reçoivent 90 % des dépôts.

La déréglementation a consisté en des changements des règles de contrôle des marchés, en la mise en œuvre des nouveaux produits financiers et en une libéralisation de la rémunération de l'épargne.

Les marchés boursiers ont connu un essor sans précédent durant les années 90.

Selon Euronext NYSE, en vingt ans, la capitalisation boursière des sociétés du CAC40 a été multipliée par 18 tandis que le volume des échanges l'était par 42.

La part des crédits financés directement par les intermédiaires financiers (approche par la demande), au sens large, s'appelle le **taux d'intermédiation financière** et comprend en outre les titres émis sur le marché par les agents non financiers et détenus en portefeuille par les intermédiaires financiers (approche par l'offre).

Les pays caractérisés par une économie de marchés financiers ont conservé une avance sur les autres mais les Bourses des économies émergentes ont progressé jusqu'à la comparaison avec celles-ci.

3.1. Le développement de la finance directe et les banques

■ La part belle aux banques d'affaires et d'investissement

Le financement direct par titres devenant négociables est ancien.



Éclairage historique

Dès la fin du XIX^e siècle, les grands chantiers à travers le monde (le canal de Suez, par exemple) étaient financés par des appels à l'épargne publique sous forme déjà d'actions et obligations.

³² Réformes Debré – Haberer (1966-1967)

Au lendemain de la seconde guerre mondiale, l'intermédiation financière était alors assimilée à l'intermédiation bancaire.

Pour éviter les risques d'un nouveau krach comme en 1929 et l'effondrement du système financier, les autorités l'encadraient fortement, en privilégiant l'intermédiation bancaire, en parallèle avec un marché boursier, lui-même fortement encadré.

Le marché obligataire était alors limité à l'émission de dette publique par les États... qui ne s'en privaient pas !

Deux grands modèles cohabitaient alors :

- d'un côté, le **modèle américain**, qui imposait un cloisonnement entre le **métier de banque commerciale** (dépôts et prêts) et le **métier de banque d'investissement**, banque spécialisée dans le rapprochement direct, limité alors aux actions d'entreprises privées et aux obligations d'État ;
- de l'autre le **modèle européen**, rhénan essentiellement, de **banque universelle**, qui permettait en principe toute forme d'intermédiation bancaire. Dans le contexte historique décrit ci-dessus, ce modèle se réduisait en pratique à des participations bancaires directes dans les entreprises (métier de banque d'investissement, ou plutôt de banque d'affaires au sens strict) et à l'intermédiation plus traditionnelle de banque commerciale (dépôts, prêts et moyens de paiement).

Ce système qui privilégiait, dans les faits, l'activité de banque commerciale, s'est effondré dans les années 80-90 sous l'influence combinée d'une cascade de facteurs souvent étroitement liés.

On peut ainsi noter :

- le durcissement des politiques monétaires de la décennie 80 après les dérapages inflationnistes des années 70 ;
- les faillites retentissantes des banques commerciales américaines (après les défaillances de leur clientèle : les pays en développement d'Amérique latine notamment et déjà, les emprunteurs immobiliers des Caisses d'Épargne) après le changement de politique monétaire du système de réserve fédérale ;
- la montée en puissance des banques d'investissement qui avaient été « protégées » des faillites par leur interdiction légale d'intervenir dans les métiers de la banque commerciale ;
- le développement de l'euromarché ;
- la déréglementation ;
- l'institutionnalisation de l'épargne, etc.



Éclairage historique

Dans un premier temps, ce bouleversement a favorisé les grandes banques d'investissement américaines qui, dans les années 90, apparaissaient comme le modèle de référence de l'intermédiation financière, d'autant plus que les banques commerciales étaient en pleine restructuration, que l'explosion concomitante des marchés des capitaux multipliait les sources de commissions et que cette nouvelle concurrence amenuisait les marges d'intermédiation des établissements bancaires traditionnels.

■ Depuis 2000, des banques de détail plus offensives

Cependant, les banques commerciales, notamment en Europe, ont rapidement réagi :

- en s'ouvrant à cette nouvelle forme d'intermédiation ;
- en achetant des intermédiaires actifs en la matière ;
- en créant elles-mêmes des produits de marché ;
- en élargissant leur champs d'activité aux activités para-bancaires (gestion de fortune et assurance, d'où l'apparition du concept de bancassurance) ;
- en rationalisant leurs activités traditionnelles, voire en étant présentes sur tous les métiers (à travers les conglomérats financiers).



Éclairage historique

De fait, l'explosion de la bulle boursière des valeurs « Internet » à partir de l'an 2000 a redoré le blason de la banque commerciale traditionnelle, notamment dans le domaine de la banque de détail.

Ainsi, si la multiplication des intervenants et des supports d'intermédiation financière brouille le mécanisme d'intermédiation financière, en provoquant un décroisement des métiers et fonctions, elle a incontestablement accru la fluidité de l'épargne au plan mondial.

L'explosion des marchés des titres est déterminante, ne serait-ce que par l'apparition de nouvelles fonctions liées à la négociabilité de ces titres. Cette négociabilité sur le marché secondaire, à laquelle les banques participent activement, est devenue indissociable de la création même de ces titres (sur le marché primaire).

Dans cette explosion de la finance directe, parler d'une désintermédiation apparaît pourtant déplacé.



La désintermédiation du bilan des banques

En effet, si dans un premier temps, cette « marchandisation » des financements pouvait être associée à une désintermédiation au détriment du système bancaire, la capacité des banques à répondre à ce défi en se lançant elles-mêmes sur les métiers associés impose une clarification : ce qui est désintermédié par le développement des marchés des capitaux est moins le système bancaire que le bilan des banques.

En d'autres termes, **à travers les mutations des dernières décennies, les banques génèrent de plus en plus de profits** à travers leurs commissions qu'à travers leurs marges d'intermédiation, en augmentant leurs activités de hors bilan, même si elles sont soumises à une concurrence de plus en plus vive de la part d'intervenants non bancaires sur certains de leurs métiers ; **elles leur ont répondu en élargissant leurs gammes de métiers et fonctions.**

3.2. L'intermédiation bancaire et l'intermédiation financière

■ L'éclatement des frontières

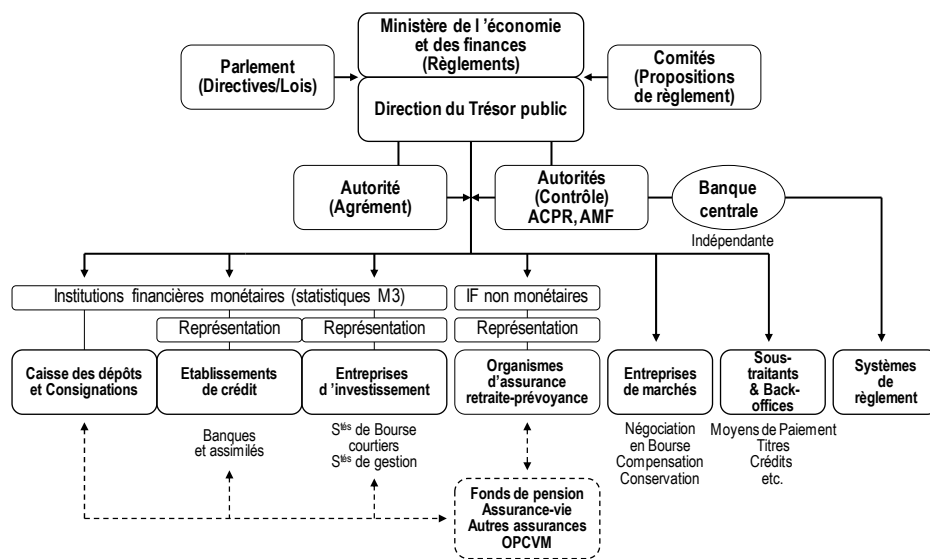
L'éclatement des frontières entre marchés, participants et instruments rend de plus en plus caduque la distinction fondamentale entre intermédiation bancaire et intermédiation par les marchés des capitaux :

- tout d'abord, les banques sont devenues les principaux intervenants sur les marchés des capitaux ;
- ensuite, **une part croissante des actifs bancaires est négociable** ou susceptible de le devenir par les nouvelles techniques de titrisation ;
- par ailleurs, si les actifs conservent dans certains cas leurs caractéristiques d'origine permettant une distinction entre créances non négociables et titres négociables, l'explosion des dérivés et de leur négoce permet de dissocier la créance des risques qui lui sont associés... et qui peuvent être négociés séparément. En d'autres termes, il est possible de céder le risque d'une créance à un investisseur, qui dès lors porte intégralement ou partiellement l'éventualité du défaut du débiteur. C'est bien sûr le cas désormais bien connu des crédits hypothécaires américains consentis à des acquéreurs dont la solvabilité était incertaine, qui ont été titrisés et se sont donc retrouvés détenus par des investisseurs qui n'étaient pas à l'origine de leur octroi (les fameux *subprimes*) ;
- enfin, les nouvelles normes comptables et prudentielles, ainsi que l'innovation financière tendaient jusqu'à récemment à privilégier **l'essor des instruments négociables, au détriment des prêts traditionnels**, dans l'objectif de pouvoir valoriser le maximum d'éléments du bilan des banques à la juste valeur (*fair value*), dont l'expression la plus simple est la valeur de marché.

L'encadrement réglementaire a donc été amené à s'adapter en élargissant sa tutelle :

- **à d'autres intervenants que les banques ;**
- **aux plateformes de négociations des supports de financement** ou de leurs composantes risques (lorsqu'elles sont négociées séparément, comme le risque de change, de taux et maintenant de crédit) ;
- aux différentes étapes pré et post marché du négoce des produits financiers.

À titre d'exemple, le système financier français s'est totalement réorganisé sur les deux décennies précédentes pour présenter les éléments suivants.



■ Une nouvelle donne pour les banques

Dans ce nouveau schéma, on peut s'interroger sur ce qui reste des spécificités bancaires traditionnelles.

Bien que **les établissements de crédit** aient perdu leurs prérogatives dans un grand nombre de domaines, ils **conservent une situation de monopole dans trois domaines** :

- **le relais de la politique monétaire**, en gardant le monopole sur les avoirs monétaires ;
- leur rôle de **clé de voûte au sommet de la pyramide des paiements** ;
- le **privège du réseau**, qui leur permet une couverture large tant au niveau géographique que sectorielle.

Cependant, la dilution des cloisonnements traditionnels et l'importance accrue des opérations à effet de levier ne sont pas sans soulever des **risques systémiques** comme l'a démontré l'assèchement quasi total des marchés interbancaires lors de la crise de confiance entre les acteurs en 2008.



Débat contemporain

La loi du marché, qui s'était imposée au sein d'un système financier de plus en plus globalisé, a sans doute réduit la transparence et la maîtrise de l'intermédiation financière, conduisant à des remises en cause importantes de principes considérés comme acquis.

Une preuve en a été fournie à l'automne 2008 lorsque des pratiques comptables basées sur les valeurs de marché ont été purement et simplement suspendues en Europe, en considération de l'absence totale de transactions sur certains actifs bancaires complexes, ce qui aurait entraîné leur valorisation à zéro (pas de marché = pas de valeur), amplifiant d'autant les difficultés des banques internationales à travers le monde.

4. LES SPÉCIFICITÉS ET LES RISQUES



L'innovation financière désigne la création de produits financiers adaptés aux besoins des emprunteurs : obligations convertibles en actions, garanties contre les risques, instruments permettant la flexibilité des rémunérations.

La volonté d'innover financièrement conduit les financiers à créer des produits élaborés comme les produits dérivés qui ont été créés durant les années 80 pour faire face aux risques de prix.

Cela peut concerner :

- les taux d'intérêt ;
- le taux de change ;
- la valeur d'un portefeuille de titres.

Contrats à terme (*futures*), options (*warrants*), *swaps* répondent à ces besoins de couverture.



La fixation immédiate du prix ou du taux futur : le terme³³ permet d'éliminer totalement le risque puisque le prix ou le taux futur auquel la transaction s'effectuera est immédiatement fixé. L'opération apparaît sans coût pour celui qui l'initie ; mais l'entreprise, en contrepartie, ne peut plus bénéficier d'une évolution du paramètre favorable à ses intérêts. La technique utilisée est celle du terme.

Les transactions à terme défient parfois la logique conventionnelle car elles permettent de « vendre » ce que l'on ne possède pas encore ou « d'acheter » un produit avant qu'il ne soit disponible.

De plus en plus sophistiqués, ces produits financiers permettent de partager les risques entre de nombreux intervenants sur le marché. L'auteur des 3D déplorait leur manque de transparence, ce que la crise financière de 2008 a confirmé.

La théorie financière montre que l'« **efficience** » des marchés financiers est la condition pour que l'allocation des ressources se réalise de façon optimale : le cours de l'action révèle alors les anticipations sur les performances de l'entreprise ; le taux d'intérêt du marché au jour le jour témoigne des tensions ou de l'équilibre entre l'offre et la demande de liquidités.

Plusieurs conditions sont nécessaires pour parvenir à ce résultat :

- l'unicité des cotations ;
- la libre circulation de l'information, son exactitude ;
- sa diffusion au bon moment.

Pour cela, différents dispositifs ont été établis :

- d'abord, les **agences de notation** étudient soigneusement la situation des emprunteurs et décernent des notes informant sur leurs capacités à rembourser leurs emprunts (ces agences sont : Moody's, Standard and Poor's et Fitch Ratings).
- ensuite, des **autorités de contrôle** ont été créées :
 - en France, la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 confie à l'**Autorité de Contrôle Prudentiel** (ACPR), anciennement commission bancaire, le contrôle des établissements de crédit. Cette institution examine l'exposition au risque des banques et leur respect des règles prudentielles ;
 - la même loi a créé une **Autorité des Marchés Financiers** (AMF) pour protéger les épargnants, veiller à leur information et s'assurer du bon fonctionnement des marchés ;
- en haut de l'édifice, la **Banque centrale** exerce son contrôle sur la rémunération à court terme et vise, par son action, à stabiliser l'inflation à un faible niveau. En cas de difficulté de refinancement de la part d'un établissement, son action est indispensable à l'équilibre du système, comme on l'a vu lors de la crise de 2007-2008.

Le débat né dans les années 30 entre les économistes Joseph Schumpeter et Joan Robinson n'est toujours pas tranché : pour le premier, les services rendus par les intermédiaires financiers sont indispensables au développement de l'innovation donc de l'entreprise. Pour Robinson, la finance est secondaire relativement à l'activité industrielle : ce qui compte, c'est l'activité productive. Le système financier contribue seulement à mettre de l'huile dans les rouages.

Les liens entre activité économique et sphère financière sont aujourd'hui de plus en plus étroits : la crise des *subprimes* de 2007 aux États-Unis a révélé la globalité des questions financières ; la défaillance d'un segment entraîne des effets sur toute la chaîne (risque systémique).

L'efficacité économique exige une circulation de l'information rapide et une interconnexion des marchés, de sorte que les projets les plus rentables soient financés.

La mondialisation financière y pourvoit, mais un contrôle des institutions est plus que jamais nécessaire pour éviter les fraudes et les excès. Pour le moment, il s'exerce surtout au niveau de chaque nation, mais le poids croissant d'institutions internationales, notamment le G20, bien qu'informel, traduit le souhait des dirigeants de régler ces problématiques à un niveau international.

³³ Cf. Vernimmen 2012, p.1117

5. LES NOUVEAUX ACTEURS

5.1. Le système bancaire parallèle : « La finance de l'ombre où le shadow banking »

Selon le conseil de stabilité monétaire (CSF) : « le shadow-banking est un système d'intermédiation de crédit auquel concourent des entités et activités extérieures au système bancaire régulé ».

Ce système concerne des activités de transformation d'échéances et de risque de crédit, fonctions traditionnelles des banques, sans être soumis à la réglementation.

Le législateur Français ainsi que les autorités de tutelle ont entamés une réflexion sur le sujet ainsi que des consultations.

L'ACPR a publié dans le cadre des débats économiques et financiers un bulletin « les risques du Shadow banking en Europe le point de vue du superviseur bancaire ».

Source : <http://acpr.banque-france.fr/lacpr.html>

5.2. La finance participative ou le crowdfunding

Pur produit de l'économie numérique, il s'agit de financer via des plateformes internet des projets de création, d'investissement ou de développement.

Les fonds sont levés auprès d'un large public afin de permettre aux PME, TPE, artisans, entrepreneurs individuels, artistes de créer leur entreprise, de financer des projets ou des investissements. Les plateformes concernées par cette activité proposent certaines garanties aux investisseurs et notamment une certaine transparence.

Le gouvernement français proactif sur ce sujet dans le cadre notamment du financement des PME a publié un guide du financement participatif. La définition proposée est la suivante :

« Le financement participatif ou « Crowdfunfing » est un mécanisme de financement innovant qui permet de récolter des fonds auprès d'un large public en vue de financer un projet créatif ou entrepreneurial qui fonctionne le plus souvent via Internet. Il existe trois grandes catégories de plateformes de financement selon que celles-ci sont basées sur des dons, des prêts ou des investissements en fonds propres. »



Sources

Cahiers Français n° 345, « Comprendre l'économie » vol.1.

Vernimmen 2012, *Finance d'entreprise*, Pascal Quiry et Yann le Fur, éditions Dalloz.



Pour aller plus loin...

■ Lire

• Sur le financement de l'économie

L'article *Créer les conditions pour le développement des PME* paru dans la *Revue banque* de mars 2012 (n° 746) par Annick MASOUNAVE (cet article est susceptible d'être payant ou consultable en tant qu'abonné).

Consultable via le lien <http://www.revue-banque.fr/banque-detail-assurance/article/creer-les-conditions-pour-developpement-des-pme>

La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40, Bulletin de la Banque de France n° 184 du 6 juillet 2011, Direction de la balance des paiements

<http://www.banque-france.fr/fr/publications/revues/Bulletin-de-la-Banque-de-France/telechar/2011/Bulletin-de-la-Banque-de-France-etude-184-8.pdf>

Rapport annuel de l'autorité des marchés financiers

Bulletins mensuels et statistiques de l'intermédiation de la Banque de France

La consolidation mondiale des Bourses, rapport du Comité d'Analyse Stratégique (CAE) n° 67 par J. HAMON, B. JACQUILLAT et C. SAINT-ETIENNE, La Documentation Française

Les comptes financiers de la Nation », INSEE

Le financement de l'économie par O. MONTEL-DUMONT, Cahiers Français n° 331

Le commerce des promesses par P.-N. GIRAUD, Seuil

- **Sur la finance participative**

Financer une entreprise par le crowdfunding, Dominique STUCKI, RB Éditions Eyrolles, août 2014

S'informer sur le nouveau cadre applicable au financement participatif, 24 mars 2015

<http://acpr.banque-france.fr>

Le guide du financement participatif est consultable en ligne :

<http://www.economie.gouv.fr/crowdfunding-financement-participatif>

■ **Regarder**

- *Vidéo : les sources de financement*

<http://dessinemoileco.com/les-differentes-sources-financement-dune-entreprise/>

- *Le système bancaire parallèle, consulter les vidéos du sénat français :*

<http://videos.senat.fr/video/videos/2012/video13329.html>, reprenant les tables rondes sur les enjeux du développement du système bancaire parallèle

■ **Écouter**

- **Sur le shadow banking (finance de l'ombre)**

Podcasts « les carnets de l'économie », France Culture, émissions des 26 et 27 novembre 2014

Pour écouter il est possible qu'une inscription soit nécessaire.

Podcast « Qu'est-ce que le shadow banking »

<http://www.franceculture.fr/player/reecouter?play=4954790>

Podcast « Comment réguler la finance de l'ombre ? »

<http://www.franceculture.fr/player/reecouter?play=4954794>



PARTIE 3

—

L'économie ouverte



CHAPITRE 6 – LIBRE-ÉCHANGE OU PROTECTIONNISME ?

Les objectifs pédagogiques : Connaître les principales théories du commerce international.
Connaître les arguments et les effets théoriques du libre-échange et du protectionnisme.

Bien que les principales théories du commerce international recommandent une libéralisation totale des échanges, les États maintiennent, sous des formes variées, un certain degré de protectionnisme.

Faut-il en conclure que dans certaines situations, les barrières douanières peuvent être profitables ?

1. LES THÈSES LIBRE-ÉCHANGISTES



Le libre-échange est une politique commerciale se traduisant par la réduction puis l'élimination de tout obstacle aux échanges internationaux de biens et de services.

1.1. Les fondements des thèses libre-échangistes : les analyses de Smith et de Ricardo

À la fin du XVIII^e siècle, Adam Smith soutient que l'échange international est facteur d'enrichissement pour les nations. **Chacune doit se spécialiser dans la production pour laquelle elle dispose d'un avantage absolu.** Un avantage absolu signifie qu'un pays peut générer un coût unitaire plus bas que les autres pays, en raison d'une productivité du travail plus élevée.

Dès lors, le commerce international régi par les règles du libre-échange permettra aux consommateurs d'accéder à des biens moins coûteux et plus diversifiés qu'en autarcie.

Au début du XIX^e siècle, David Ricardo perfectionne l'analyse de Smith, avec ce qu'il appelle la loi des avantages comparatifs (ou relatifs) stipulant que les pays ne disposant pas d'un avantage absolu bénéficient du libre-échange dès lors qu'ils se spécialisent dans la production. Production pour laquelle ils disposent du désavantage le plus faible en termes de coûts unitaires ou de niveau de productivité du travail, tandis que les autres pays optent pour la production bénéficiant de l'avantage absolu le plus élevé.

Au cours des années 1840, John Stuart Mill complète l'analyse de Ricardo en prenant en compte le rôle déterminant de la loi de l'offre et de la demande dans le partage du **gain mondial** généré par l'essor du commerce international consécutif à l'adoption du libre-échange. Pour John Stuart Mill, un pays offrant un produit faiblement demandé au niveau mondial bénéficiera d'une faible part du gain global de l'échange mondial (voire un gain nul). Ce pays devra donc diversifier ses productions même s'il ne dispose pas d'un avantage comparatif maximum (ou d'un désavantage minimum).

En revanche, si la demande est forte, le prix sera élevé, permettant au pays offreur de s'approprier une grande part du gain mondial.

Par ailleurs, **le courant libéral dans son ensemble considère que le libre-échange pacifie les relations internationales** car il incite les nations à nouer des relations commerciales qui se substituent à la guerre.

1.2. Le développement des thèses libre-échangistes au XX^e siècle

L'analyse ricardienne est reprise par plusieurs économistes) pour lesquels les pays doivent se spécialiser dans les productions mobilisant les facteurs de production qu'ils possèdent en abondance, et importer les produits incorporant les facteurs de production qui leur manquent.

En 1948, Paul Samuelson¹, prix Nobel d'économie en 1970, établit les fondements du théorème d'Heckscher²-Ohlin-Samuelson (théorème HOS).

Le modèle Heckscher-Ohlin-Samuelson du commerce international stipule que l'extension des échanges et l'adoption du libre-échange induisent la convergence mondiale de la rémunération des facteurs de production.

En effet, dans les pays spécialisés dans des productions nécessitant une main-d'œuvre abondante (c'est notamment le cas des pays pauvres), la hausse de la production consécutive à celle des exportations conduit à un accroissement de la demande de travail et donc des salaires tandis que les importations à fort contenu en capital réduisent la rareté de ce dernier, dont le prix relatif chute.

Symétriquement, dans les pays exportant des produits à fort contenu en capital (c'est le cas des pays riches), le prix relatif de ce facteur s'accroît et celui du travail diminue.

Ainsi, les prix des facteurs tendent à converger et le libre-échange favorise donc le rattrapage des pays riches par les pays pauvres.

Au début des années 1950, Wassily Leontief³, prix Nobel d'économie en 1973, constate que les exportations américaines incorporent davantage de facteur travail que ne le laissait supposer le haut niveau de développement technologique des États-Unis.

La résolution de ce paradoxe repose en partie sur la prise en compte du niveau de la productivité du travail dans les pays participant au commerce mondial.

Si, par exemple, la productivité du travailleur américain vaut cinq fois celle d'un travailleur dans un autre pays, la dotation en facteur travail des États-Unis est en fait cinq fois plus élevée que la dotation apparente.

2. LES THÈSES PROTECTIONNISTES

A contrario du libre-échange, le **protectionnisme** est destiné à favoriser l'activité nationale au détriment de la concurrence étrangère en instaurant des barrières douanières.

Cette politique ne signifie pas obligatoirement que le volume du commerce international recule mais qu'il est encadré par des mesures de contrôle mises en œuvre par les États. Les partisans du protectionnisme doutent des vertus du libre-échange. Ils préconisent une politique commerciale qu'ils considèrent plus compatible avec les intérêts des nations.

2.1. Les modalités du protectionnisme

Différentes formes de protectionnisme peuvent être distinguées :

- le protectionnisme tarifaire : il consiste à appliquer des droits de douane aux importations.
- le protectionnisme paratarifaire : il repose sur l'octroi de subventions publiques aux entreprises nationales qui, au détriment de la concurrence étrangère, peuvent alors pratiquer des prix inférieurs à ce que peut laisser présager le niveau de leurs coûts de production.
- le protectionnisme non-tarifaire : il regroupe un ensemble de mesures destinées à dresser des obstacles aux importations autrement que par des droits de douane ou des subventions :
 - quotas ;
 - contingentements ;
 - normes techniques, sanitaires ou environnementales appliquées aux produits importés.

En multipliant ces normes, les États pourraient alors abuser de leur pouvoir réglementaire pour instaurer un **protectionnisme déguisé** de nature non tarifaire.

¹ (1915-2009), économiste américain, chef de file de l'école dite « synthèse néo-classique ».

² (1879-1952), économiste suédois.

³ (1905-1999), économiste américain d'origine russe.

2.2. La promotion du protectionnisme pour rejeter le libre-échange

Aux **xvi^e** et **xvii^e** siècles, le courant mercantiliste, qui ne constitue pas une doctrine homogène, converge plus ou moins vers les deux points suivants :

- **les intérêts des marchands rejoignent ceux du souverain** car l'enrichissement des premiers contribue à celui du Roi ;
- **l'État doit intervenir dans l'économie** : le protectionnisme freine les importations (sauf celles qu'exige la production nationale) et favorise le développement d'industries nationales ; l'État doit également limiter les exportations des matières premières nécessaires à la production nationale, subventionner l'exportation des autres produits et encourager la colonisation.

Le libre-échange n'a donc aucune légitimité dans la perspective mercantiliste.

Au **XIX^e** siècle, Karl Marx considère que le libre-échange est le moyen par lequel les firmes des pays capitalistes dominants enrayent la chute de leur taux de profit en élargissant leurs débouchés et en se procurant des produits primaires peu coûteux.

La spécialisation des pays dominés est par ailleurs imposée par les pays dominants en fonction des intérêts des capitalistes.

Cette analyse a été reprise à la fin des années 60 : les exportations des pays capitalistes à destination des pays en développement incorporent moins d'heures de travail que les importations en provenance de ces pays, impliquant un surprofit pour les firmes des pays avancés.

Ce surprofit est en partie distribué aux salariés sous forme de hauts salaires relativement à ceux des pays en développement.



Les approches d'inspiration marxiste font du libre-échange un instrument de domination des pays développés sur les pays pauvres dont le développement sera entravé.

A contrario, le protectionnisme peut permettre aux nations dominées d'enclencher un processus de développement fondé sur l'essor d'une industrie nationale.

2.3. La promotion du protectionnisme sans rejet du libre-échange

2.3.1. La position des économistes d'Adam Smith à Nicholas Kaldor

Bien que très favorable au libre-échange, Adam Smith admet que des pays puissent protéger leur marché national **dans certains cas** :

- **pour favoriser l'essor d'industries stratégiques** liées à la défense (comme la construction navale) ;
- **pour sanctionner des pays protectionnistes** ;
- **pour contrer les effets négatifs qu'impliquerait l'adoption trop brutale du libre-échange** (comme une forte montée du chômage).

Au **début de 1840**, l'économiste Friedrich List¹ admet l'existence de gains liés au libre-échange mais constate qu'ils sont captés par les pays les plus avancés au détriment des pays faiblement industrialisés.

Pour lui, le protectionnisme engendre des recettes fiscales pour l'État et constitue le moyen de stimuler l'industrialisation des nations afin d'accroître leur puissance et de préserver leurs intérêts. Il promeut un protectionnisme éducatif favorisant l'essor d'industries dans l'enfance : à l'abri des barrières douanières, les entreprises disposent du temps d'apprentissage nécessaire pour accéder au niveau de compétitivité de celles des pays plus avancés.

Dès lors que ce niveau de compétitivité est atteint, les barrières douanières doivent être abolies et le libre-échange instauré. **Ce type de protectionnisme se justifie notamment en présence d'économies d'échelle.**

Cette justification du protectionnisme éducatif est aussi celle de John Stuart Mill qui, comme Smith, est pourtant très favorable au libre-échange.

¹ (1789-1846), économiste allemand.



Mill, List et, dans une certaine mesure, Smith envisagent le protectionnisme dans certains cas sans rejeter pour autant le libre-échange.

C'est également le cas de John Maynard Keynes qui, adepte sans réserve du libre-échange durant les années 20, adopte une attitude plus pragmatique au cours des années 30.

Pour cet auteur, bien que la division internationale du travail, issue de la spécialisation des pays selon les principes ricardiens, soit de nature à favoriser la croissance mondiale, les bienfaits du libre-échange ne doivent pas pour autant être surestimés.

En outre, il n'exclut pas, en cas de déficits externes, un protectionnisme modéré et temporaire.

Par ailleurs, dans un article publié en 1933, il soutient qu'il revient à l'État de déterminer ce qui peut être échangé avec l'extérieur et ce qu'il convient de produire dans un cadre national au nom d'un principe d'autosuffisance qui reflète les préférences sociales spécifiques à chaque pays : l'autarcie est rejetée car elle serait préjudiciable au bien-être des populations, mais un protectionnisme sélectif est tout à fait concevable.

Cette perspective est aussi celle du post-keynésien **Nicholas Kaldor lorsqu'au début des années 70, il** préconise de protéger les secteurs souffrant de la compétition mondiale du fait d'un appareil productif frappé d'obsolescence, **afin qu'ils disposent du temps nécessaire à leur restructuration.**

2.3.2. La politique commerciale stratégique

Au début des années 80, d'autres économistes adoptent un point de vue proche en promouvant le concept de politiques commerciales stratégiques.

Ces auteurs justifient sur le plan théorique les subventions des États européens au projet Airbus destinées à doter la Communauté européenne d'une industrie aéronautique capable de concurrencer la firme Boeing.

D'un point de vue général, **une Politique Commerciale Stratégique (PCS)** correspond aux mesures mises en œuvre par les États (ou une coalition d'États) pour favoriser **l'émergence et l'essor d'activités** jugées stratégiques (aéronautique, électronique...) de façon à réduire toute dépendance à l'égard de l'extérieur.

Ces mesures consistent :

- à **protéger le marché intérieur** au profit de ces secteurs ;
- à **distribuer des subventions** en faveur des entreprises intervenant dans ces secteurs ;
- à leur **faire bénéficier de commandes publiques** (les autres secteurs pouvant, quant à eux, être soumis aux règles du libre-échange).

Un certain protectionnisme peut également être bénéfique en présence d'un fort pouvoir de marché, au niveau d'une entreprise ou d'un pays.

Si un pays dispose d'un poids important sur le marché mondial, sa demande de produits importés a une influence sur les prix. Une protection unilatérale lui permettra donc d'améliorer ses termes de l'échange, car la baisse de la demande résultant de l'instauration d'une taxe douanière fait baisser le prix des produits.

Une partie de la hausse du prix final consécutive à la protection douanière est donc compensée par la diminution du prix payé aux exportateurs étrangers, ce qui correspond à un transfert de ressources de ces derniers vers l'État instaurant la taxe.

Enfin, certains auteurs justifient l'adoption de politiques commerciales protectionnistes par la prise en compte de la spécialisation des pays et de l'évolution des termes de l'échange (prix des exportations par rapport aux prix des importations).

Les pays dont les termes de l'échange se dégradent (les prix des exportations diminuent relativement à ceux aux prix des importations) doivent exporter davantage pour préserver le pouvoir d'achat de leurs recettes d'exportation. Seuls y parviendront les pays dont la spécialisation concerne des produits bénéficiant d'une forte croissance de la demande mondiale. Les autres pays vont devoir freiner leurs importations d'intrants¹ et de biens de consommation, sauf à subir un endettement extérieur pouvant devenir insoutenable.

¹ Donnée qui entre dans le cadre d'une production ; en agriculture, les intrants sont l'ensemble des produits qui ne sont pas naturellement présents dans le sol et qui y sont rajoutés afin d'améliorer le rendement.

Ces pays doivent donc faire évoluer leur spécialisation en recourant au protectionnisme (les autres pays pouvant être libre-échangistes), dans la logique de List ou de celle des politiques commerciales stratégiques.

L'option protectionniste de ces pays n'interdit pas que leurs exportations s'accroissent, au point de faire chuter les coûts unitaires de production en raison d'économies d'échelle : **en exportant, les firmes de ces pays deviennent donc plus compétitives et l'avantage comparatif créé à l'abri des barrières douanières se consolide et permet de réduire progressivement la protection dont bénéficient les entreprises.**

3. VERS UNE LIBÉRALISATION PRAGMATIQUE DU COMMERCE MONDIAL

Avec la libéralisation croissante du commerce international depuis la fin des années 40, le débat libre-échange / protectionnisme semblait clos. Pourtant, il n'a jamais vraiment cessé et semble s'orienter vers plus de pragmatisme.

3.1. L'essor du libre-échange depuis la fin des années 40

■ Du GATT à l'OMC

Depuis 1947 et la signature du GATT, les négociations multilatérales, destinées à libéraliser les échanges commerciaux internationaux et dans lesquelles se sont engagés un nombre croissant de pays, débouchent sur des compromis qui font progresser tendanciellement le libre-échange : les pays s'accordent mutuellement des concessions en réduisant leurs barrières douanières tout en faisant valoir leurs intérêts nationaux pour ne pas libéraliser totalement et brutalement leur commerce extérieur.

Pour l'économiste américain Paul Krugman¹, il s'agit d'une forme de « mercantilisme éclairé ».

En 1995 est instituée l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC) qui doit veiller au respect des règles du GATT et faire progresser la libéralisation du commerce mondial.

■ L'extension du libre-échange a concerné d'abord les pays développés occidentaux.

Au cours des Trente Glorieuses, les droits de douane moyens dans ces pays diminuent et les obstacles non tarifaires reculent.

À partir des années 70, les tentations protectionnistes se renforcent en raison du ralentissement de la croissance économique et du dynamisme des pays émergents qui accentue la concurrence sur les marchés mondiaux. L'érection de barrières protectionnistes, en grande partie non tarifaires, alimente une forme de néoprotectionnisme alors même que les barrières tarifaires continuent tendanciellement à diminuer.

Toutefois, le recours aux mesures non tarifaires est resté limité du fait des négociations multilatérales, visant à libéraliser le commerce mondial.

■ Le cas des pays en développement (PED)

Par ailleurs, jusqu'aux années 70-80, un grand nombre de Pays En Développement (PED) ont privilégié l'essor de leur marché intérieur en mettant en œuvre des stratégies de développement autocentrées protectionnistes (Chine, Brésil,...). D'autres PED ont adopté des politiques d'industrialisation fondées sur la protection des industries naissantes, en s'insérant néanmoins dans les échanges mondiaux (Corée du Sud, Taïwan...).

Toutefois, au cours des années 80, les limites auxquelles sont confrontées ces stratégies et la pression des grandes institutions internationales conduisent de nombreux PED à adopter le libre-échange et à s'insérer davantage dans les échanges mondiaux.

■ Le cas des pays de l'est

Enfin, jusqu'au début des années 90, les pays socialistes d'Europe de l'Est et l'URSS récusait le libre-échange. Ce n'est plus le cas depuis leur transition vers le capitalisme. Cependant, la compétitivité insuffisante de leur appareil productif a conduit au creusement de leurs déficits externes. Dès lors, les pouvoirs publics ont dû prévoir des clauses de sauvegarde et relever les droits de douane à titre temporaire. Ces pratiques ne remettent pourtant pas en cause leur ouverture vers l'extérieur, notamment en direction de l'Union européenne.

¹ Économiste américain contemporain né en 1953, prix Nobel d'économie en 2008.

3.2. Les doutes des économistes

En 2004, Paul Samuelson publie un article dans lequel il fait part de ses doutes quant aux vertus du libre-échange dans une économie de plus en plus mondialisée où la diffusion du progrès technique s'accélère.

Par exemple, la Chine disposant d'un avantage comparatif dans le textile, se spécialise sur cette activité tandis que les États-Unis se recentrent sur la production de composants électroniques de haute technologie.

Mais si, grâce à la diffusion du progrès technique, les Chinois sont capables très rapidement de réduire leur désavantage comparatif dans la production de composants au point d'ôter toute pertinence à la spécialisation « ricardienne » de l'économie américaine, le commerce international bénéficiera exclusivement à la Chine.

L'inquiétude exprimée par Samuelson est partagée par de nombreux économistes.

Maurice Allais¹, par exemple, dénonce, dès la fin des années 90, les dégâts du libre-échange sans limites sur des pans entiers de l'industrie des pays de l'Union européenne.

Il préconise la préservation d'un protectionnisme communautaire européen fondé sur des contingents, les taxes douanières devant être abolies. Il suggère par ailleurs de créer des blocs régionaux constitués entre pays d'égal niveau de développement qui libéraliseraient les échanges intrazonales et instaureraient un protectionnisme modéré à l'égard des pays tiers.

D'autres auteurs, à l'instar de l'américain Joseph Stiglitz², font remarquer que les pays émergents ont privilégié des stratégies d'industrialisation prévoyant leur insertion dans le commerce mondial.

Cependant, ils n'ont pas mis en œuvre une politique commerciale exclusivement libre-échangiste mais plutôt un mixage libre-échange / protectionnisme, qui rappelle les thèses de List.

Par ailleurs, l'État était toujours très présent dans l'économie pour susciter et accompagner l'essor des entreprises : promotion de l'éducation, développement des infrastructures, aides à la recherche-développement, etc.

Enfin, dans un article publié en 1999, Dani Rodrik³ remet en cause les études tendant à prouver que le libre-échange est systématiquement favorable à une croissance plus forte et contribue au rattrapage des pays développés par les pays en développement.

Pour autant, cet auteur s'interdit de conclure que le protectionnisme est une bonne chose pour la croissance économique. Il recommande de ne pas surestimer les bénéfices du libre-échange ou de l'ouverture extérieure et de prendre en compte les structures internes des pays, leurs institutions, qui font de la libéralisation des échanges extérieurs une politique commerciale efficace ou, à l'inverse, une source de difficultés et de dysfonctionnements.

3.3. La position des institutions internationales

3.3.1. Le Fonds Monétaire International (FMI) et la Banque mondiale

Le Fonds Monétaire International (FMI) et surtout la Banque mondiale, pourtant très favorables au libre-échange, **infléchissent leur position** depuis plusieurs années, reconnaissant que les pays les plus pauvres ne bénéficient pas des avantages théoriques du libre-échange.

La libéralisation du commerce extérieur nécessite en effet des **mesures d'accompagnement** permettant un fonctionnement satisfaisant des mécanismes de marché, que les États ne peuvent pas toujours mettre en œuvre :

- stabilisation macroéconomique ;
- constitution d'un marché monétaire et financier efficace ;
- construction d'infrastructures ;
- accompagnement des reconversions que nécessite la spécialisation de l'appareil productif...

¹ (1911-2010), seul économiste français ayant reçu le prix Nobel d'économie.

² Économiste américain contemporain, né en 1943, prix Nobel d'économie en 2001, un des fondateurs et représentants du « nouveau keynésianisme ».

³ Économiste turc contemporain né en 1957.

Par ailleurs, l'adoption du libre-échange provoque des **coûts d'ajustement** pouvant, dans de nombreux pays, dépasser les gains attendus de la libéralisation de leur commerce extérieur :

- faillites ;
- exclusion d'une partie de la main-d'œuvre ;
- perte de recettes pour l'État du fait de la baisse des droits de douane ;
- creusement des inégalités de revenus.

Enfin, la nature de la spécialisation des pays influe sur les effets de leur insertion dans le commerce mondial : une spécialisation durable sur la production de produits primaires dont les prix sont instables et la demande mondiale, sur longue période insuffisamment dynamique n'offre pas les mêmes avantages qu'une spécialisation sur des productions manufacturières, bénéficiant d'une demande mondiale durablement croissante.

3.3.2. L'Organisation Mondiale du Commerce (OMC)

La politique de l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC) suscite les contestations et pourrait paradoxalement conduire à la recrudescence des politiques protectionnistes si elle n'évolue pas.

Selon certains économistes en effet, sous l'impulsion de l'OMC, le maximum qu'un État puisse faire est de réduire sa protection douanière, indépendamment des préoccupations nationales.

Toute protection douanière faisant obstacle aux exportations doit être abrogée, traduisant une forme « d'ultramercantilisme » (les exportations sont systématiquement favorisées).

Dans le même temps, toute protection douanière faisant obstacle aux importations doit être supprimée au nom de l'intérêt des consommateurs et conformément aux thèses libre-échangistes traditionnelles : il s'agit alors d'une forme « d'ultra-libéralisme ».

Cette convergence paradoxale entre « ultra-mercantilisme » et « ultra-libéralisme », négligeant la demande des peuples et les intérêts nationaux divergents, alimente les critiques à l'adresse du libre-échange et pourrait conduire, par réaction, à un renforcement du protectionnisme.

Par conséquent, l'OMC pourrait faire preuve de plus de pragmatisme en continuant à tolérer certaines pratiques protectionnistes, pour pérenniser l'essor du libre-échange.

3.4. La régionalisation du commerce mondial

Depuis une vingtaine d'années, les blocs régionaux constituant des zones d'échanges privilégiés (Union européenne, ALENA¹, MERCOSUR²) sont de plus en plus nombreux. On peut y voir une forme de protectionnisme déguisé puisque les pays membres de ces blocs privilégient leurs échanges intrazones au détriment des échanges extrazones.

D'autres économistes considèrent qu'au-delà de cet aspect protectionniste, il s'agit d'une étape vers un libre-échange généralisé dans la mesure où ces blocs passent des accords commerciaux entre eux et avec d'autres pays, et certains s'élargissent.

De plus, en cas de libre-échange généralisé, les comportements dits de « passager clandestin » sont plus probables qu'au sein d'un bloc régional.

On parle de passager clandestin, ou *free riding*, lorsqu'un pays ne participe pas à une action collective pour ne pas en supporter les inconvénients mais en espérant bénéficier des avantages. Par exemple en pratiquant un protectionnisme sélectif alors que tous les autres sont libre-échangistes.

En effet, malgré les résultats « classiques » de la théorie économique sur les bienfaits du libre-échange, et donc des importations, un pays peut néanmoins avoir intérêt à pratiquer un protectionnisme sélectif. Chaque pays ayant intérêt à adopter un tel type de comportement, le protectionnisme risque de prendre de l'ampleur et de nuire à la croissance économique mondiale. Les accords régionaux, le plus souvent conclus entre pays géographiquement proches, limitent le *free riding* car la proximité des pays et les règles fondant leur entente constituent une forte incitation à la loyauté.

¹ Accord de libre-échange Nord-Américain (ALENA), signé entre le Canada, les États-Unis et le Mexique, entré en vigueur en 1994.

² De l'espagnol *Mercado Comun del Sur*, littéralement Marché commun du Sud, communauté économique regroupant plusieurs pays de l'Amérique du Sud.

Par conséquent, même si la régionalisation du commerce mondial présente une dimension protectionniste en favorisant les échanges intrazonas, elle contribue en fait à faire progresser le libre-échange.

En effet, le développement des échanges intrazonas ne nuit pas nécessairement aux échanges extrazonas : la croissance des pays membres du bloc régional étant stimulée par l'essor des échanges au sein du bloc. Dès lors, il est nécessaire d'importer davantage d'intrants en provenance de pays non membres du bloc. En outre, l'élévation du niveau de vie au sein du bloc régional provoque une hausse des importations de biens de consommation en provenance des pays non membres.

3.5. Libre-échange vs protectionnisme : la nature du débat

Les constats précédents amènent à conclure que la libéralisation du commerce international peut et doit combiner de manière pragmatique libre-échange et protectionnisme : certains secteurs, dans certains pays, à certaines époques, peuvent être préservés de la concurrence internationale pour :

- faire face à des difficultés passagères de balance des paiements ;
- pour renforcer l'appareil productif ;
- pour préserver une autosuffisance nationale dans certaines activités en fonction des situations spécifiques à chaque nation (par exemple en maintenant la clause d'exception culturelle protégeant les productions audiovisuelles européennes de la concurrence américaine).

Ce protectionnisme sectoriel n'interdit pas la libéralisation du commerce extérieur pour d'autres secteurs. **Toutefois, les mesures protectionnistes qui sont appliquées ne doivent pas être excessives ni généralisées.**

Les principes énoncés précédemment justifient qu'un traitement particulier soit réservé aux pays en développement, dont les pays moins avancés, qui connaissent des difficultés majeures, notamment en continuant à leur accorder des avantages douaniers sans qu'ils aient eux-mêmes à les accorder aux pays développés.

Une telle approche ouvre les débats sur les modalités du mixage libre-échange / protectionnisme plutôt que sur leur opposition.

Cependant, certains partisans du libre-échange persistent à afficher leur rejet du protectionnisme et leur attachement indéfectible au modèle de Ricardo :

- certains, comme Jagdish Bhagwati¹, jugent par exemple les critiques faites au libre-échange excessives et les coûts du protectionnisme largement sous-estimés par ses promoteurs.

Des politiques publiques adaptées peuvent pallier les dysfonctionnements des marchés qui sont à l'origine des dégâts sociaux attribués à tort au libre-échange.

Par exemple, en cas de rigidité des salaires dans un pays, le libre-échange peut réduire le bien-être de la population : dans un contexte de concurrence accrue, le coût du travail devient trop élevé et provoque une hausse durable du chômage :

- une politique de flexibilisation du marché du travail ;
- des aides incitatives à la recherche d'emploi accordées aux chômeurs ;
- des programmes destinés à élever leur qualification, peuvent améliorer le fonctionnement du marché et ainsi permettre au libre-échange d'exercer pleinement ses effets bénéfiques.

Enfin, il convient de freiner la création de blocs régionaux qui portent préjudice aux pays qui n'en font pas partie. En revanche, il est nécessaire de contrôler les flux de capitaux car ceux-ci contribuent à l'instabilité mondiale ;

- d'autres, plus mesurés, tel Paul Krugman, reconnaissent au cours des années 80 que le libre-échange n'offre pas tous les avantages que décrivent les théories traditionnelles de Smith, Ricardo et leurs successeurs.

Ils soutiennent cependant qu'il présente moins d'inconvénients que le protectionnisme : le libre-échange est un *second best*, c'est-à-dire une politique dont les résultats ne sont pas optimaux mais les meilleurs possibles.

¹ Économiste indo-américain contemporain, né en 1934.

Krugman adopte cette position sur la base des critiques qu'il adresse au concept de politique commerciale stratégique (cf. supra), qu'il a pourtant contribué à populariser : pour lui, les politiques commerciales stratégiques risquent de déclencher des conflits commerciaux majeurs entre les pays ; les ressources consacrées au développement des secteurs stratégiques feront défaut aux autres et doperont artificiellement l'essor de certaines entreprises (par exemple, les fournisseurs des industries stratégiques) ; enfin, le protectionnisme sert des intérêts particuliers au détriment de l'intérêt général. C'est pourquoi il convient de privilégier le libre-échange.

Le débat libre-échange / protectionnisme n'est pas clos, il s'inscrit dans un débat beaucoup plus large portant sur la nature et les effets de la mondialisation qui s'intensifie depuis les années 50-60.

Finalement, ces discussions portent sur une question très simple mais capitale : l'ouverture extérieure est-elle de nature à améliorer le bien-être des populations ?



Pour en savoir plus

■ Lire

Organisation mondiale du commerce « L'avenir du commerce : les défis de la convergence » Rapport du Groupe de réflexion sur l'avenir du commerce convoqué par le Directeur général de l'OMC Pascal Lamy :

http://www.wto.org/french/thewto_f/dg_f/dft_panel_f/future_of_trade_report_f.pdf

- **Sur les théories liées à la mondialisation**

100 fiches pour comprendre la mondialisation, par M. Montoussé et al. (2006), Paris, éditions BREAL.

- **Sur la libéralisation de la Chine**

Le dossier ÉCLAIRAGES « Pékin libéralise à petits pas sa monnaie et sa finance » de L'AGEFI, regroupant l'ensemble des articles parus sur la question sur leur site (certains articles sont susceptibles d'être payants ou consultables en tant qu'abonné).

Consultable via le lien <http://www.agefi.fr/fiche-actualite-eclairages/pekin-liberalise-a-petits-pas-sa-monnaie-et-sa-finance-156.html>



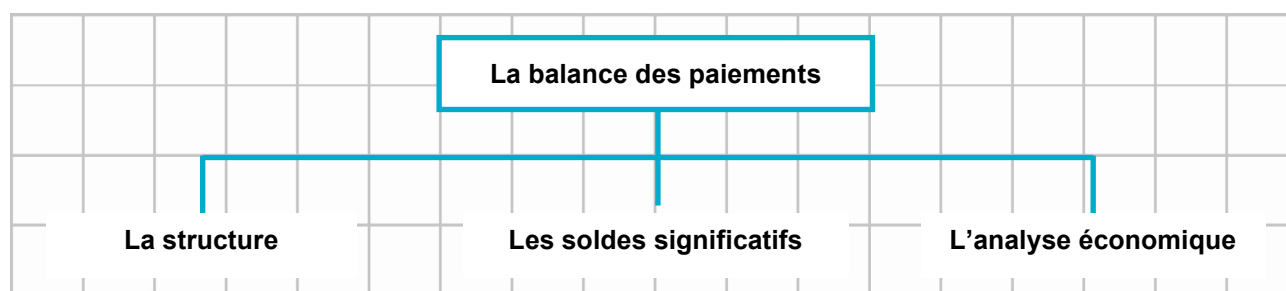
CHAPITRE 7 – LA BALANCE DES PAIEMENTS

L'objectif pédagogique : Identifier, interpréter et analyser les soldes significatifs de la balance.

La notion de balance des paiements est très ancienne puisqu'elle remonte aux économies mercantilistes du XVI^e siècle. Au départ simple relevé des exportations et des importations de marchandises d'un pays, la balance des paiements est devenue progressivement un document plus complexe en raison de l'intensification des échanges à la fois réels, monétaires et financiers entre les pays.

Grâce à ses soldes significatifs, la balance des paiements permet l'analyse des relations d'un pays avec le reste du monde, tout en mettant en évidence sa propre position sur la scène économique et financière internationale. Elle est aussi un indicateur précieux dans la mise en œuvre de la politique économique.

Les notions-clés



1. LA STRUCTURE

1.1. La méthode d'enregistrement

1.1.1. Le principe

La balance des paiements est un document statistique qui recense dans un cadre comptable toutes les transactions réalisées, durant une période donnée, entre les résidents d'un ensemble économique donné (base territoriale) et les non-résidents ; généralement le mois, le trimestre ou l'année.

Ceci posé, les transactions de la période étudiée s'inscrivent dans un cadre bien défini et codifié dont le modèle a été publié par le Fonds Monétaire International (FMI). Ainsi l'agrégation des opérations selon leur nature et par grands postes standardisés va-t-elle faciliter les comparaisons. Composée à partir de sources multiples croisées (système bancaire / financier, entreprises et douanes pour l'essentiel) et imparfaites par construction (inerties des enregistrements), la balance ne peut être qu'approximative ; d'ailleurs, elle comporte in fine le poste d'équilibrage « erreurs et omissions nettes » qui peut être de signe positif ou négatif... Cela est admis et confirme le fait qu'elle n'est pas assimilée à un document comptable.

1.1.2. Des comptes établis en termes de transactions et non de règlement

Il existe deux façons d'enregistrer les opérations :

- soit dès le moment auquel le bien (ou le service) échangé est fourni ;
- soit au moment auquel il est payé, même si cela intervient à échéance.

La pratique la plus répandue est la première ; la balance est dite « en transactions ». Elle a l'avantage de répertorier les opérations au plus tôt et de faire apparaître l'état des dettes et des créances qui accompagne les échanges. Dans le second cas, il s'agit d'une balance « en règlements ».

1.1.3. Un cadre comptable commode : le principe de la partie double

La balance ne fait pas apparaître les chiffres des deux sens, mais, pour chaque poste, leur solde en termes de flux nets. L'économie du pays est considérée tel un patrimoine (comme s'il s'agissait de celui d'une entreprise) avec ce qu'elle possède (actif) et ce qu'elle doit (passif) ; toutefois la période étudiée fait l'objet de flux quotidiens dans les deux sens, ce qui modifie en permanence les chiffres.

Qu'importe, si la balance est « mensuelle », ce sont les chiffres en fin de période qui déterminent le signe du solde en termes de flux. Tout comme le bilan d'une entreprise présentera ses chiffres au 31 décembre.

Enfin la variation du solde net d'un poste, qu'il soit d'actif ou de passif, est affectée du signe « - » lorsqu'elle augmente le patrimoine et du signe « + » lorsqu'elle le diminue. C'est cette utilisation inversée des signes par rapport au raisonnement habituel qui constitue une difficulté de compréhension.

Le visuel suivant, emprunté à la représentation schématique d'un bilan d'entreprise, illustre ce principe :

ACTIF avoirs réels ou financiers (créances) y compris monétaires	PASSIF engagements financiers (dettes) y compris monétaires
Si augmentation (-)	Si augmentation (+)
Si diminution (+)	Si diminution (-)

Illustration : il convient de débiter un compte d'actif pour constater une augmentation du patrimoine (une acquisition d'usine auprès d'un étranger par exemple) et créditer un compte de passif pour constater une diminution du patrimoine (l'encours du crédit obtenu de l'extérieur et qui la finance par exemple).

1.2. Les trois grands comptes

Chaque transaction de la période étudiée fait donc l'objet d'une double écriture selon les préceptes énoncés ci-dessus. Et chacune des deux écritures s'inscrit « en compte » dans un cadre précis. Le compte de transactions courantes, par exemple, recense les flux résultants des échanges commerciaux, revenus et transferts. Le modèle simplifié publié par le FMI présente le détail de chacun des trois comptes :

ORGANISATION D'UNE BALANCE DES PAIEMENTS (SELON LE FMI)	
Compte de transactions courantes	
Biens	<i>Marchandises</i>
Services	<i>Tous services y compris les redevances sur brevets et licences et le négoce</i>
Revenus	<i>Revenus des facteurs de production (dividendes ou intérêts et salaires)</i>
Transferts courants	<i>Dons et partie double des opérations monétaires ou réelles sans contrepartie</i>
Compte de capital	
Transferts en capital	<i>Transfert de propriété d'actifs fixes (usines...) et abandon ou renégociation de dettes</i>
Actifs non financiers	<i>Brevets...</i>
Compte financier	
Investissements Directs à l'Étranger (IDE)	<i>Offres Publiques d'Achat (OPA) ou détention d'actions supérieure à 10 % du capital</i>
Investissements de portefeuille	<i>Actions (titres de propriété)</i>
Investissements de portefeuille	<i>Obligations (titres de créance ou de dette)</i>
Autres investissements : avoirs	<i>Billets de banque et dépôts dans les banques toutes durées confondues</i>
Autres investissements : engagements	<i>Crédits commerciaux et bancaires toutes durées confondues</i>
Produits financiers dérivés	<i>Dérivés de toute nature, quel que soit le sous-jacent</i>
Avoirs de réserve*	<i>Devises, or, crédits auprès du FMI, dont dispose la Banque centrale</i>
Erreurs et omissions nettes	

* Ce poste ne comporte que des avoirs ; les engagements de la Banque centrale vis-à-vis des non-résidents sont au poste « autres investissements ».

2. LES SOLDES SIGNIFICATIFS

2.1. L'inventaire des soldes

Il a été convenu d'agréer les soldes des trois comptes principaux et de certaines de leurs subdivisions de façon à dégager un ensemble de plusieurs soldes dits « significatifs ». C'est sur leurs variations et leurs poids relatifs que porte l'analyse d'une balance des paiements.

■ Les soldes dits non-financiers – définitions

Biens + Services + Revenus + Transferts courants	=	solde des transactions courantes
Transferts en capital + Actifs non financiers	=	solde du compte de capital
Biens + Services + Revenus + Transferts courants + Transferts en capital + Actifs non financiers	=	solde de financement interne <i>ou « capacité ou besoin de financement de l'économie » ou encore « solde de la balance ».</i>

■ Les soldes dits financiers – définitions

IDE + Investissements de portefeuille + Autres investissements + Avoirs de réserve	=	solde du compte financier
Avoirs de réserve	=	solde des avoirs de réserves
IDE + Investissements de portefeuille + Autres investissements	=	solde des flux financiers hors avoirs de réserve

■ Les soldes dits synthétiques – définitions

Biens + Services + Revenus + Transferts courants + Transferts en capital + Actifs non financiers + IDE	=	solde à financer <i>autrefois appelé « balance de base »</i>
Biens + Services + Revenus + Transferts courants + Transferts en capital + Actifs non financiers + IDE + Investissements de portefeuille + Autres investissements (1)	=	solde de la balance globale

(1) « IDE + Investissements de portefeuille + Autres investissements » comptabilise les flux financiers **des agents non-financiers**, c'est-à-dire hors opérations propres au système bancaire.

■ Le solde dit en termes de stock – définition

« Alors que la balance des paiements retrace, dans un cadre exhaustif et comptablement équilibré, les flux entre résidents et non-résidents, la position extérieure est établie en termes de stocks et vise à recenser l'encours des créances et engagements financiers de l'économie nationale vis-à-vis de l'extérieur.

La position extérieure d'un pays est le solde entre ses avoirs extérieurs bruts (les créances qu'il détient sur l'étranger) et ses engagements extérieurs bruts (les créances détenues par l'étranger sur ce pays considéré). Une position extérieure positive désigne un pays créditeur net et vice versa » (Économie internationale : La place des banques / Dunod / P.D'Arvisenet et JP Petit).

Comme la balance des paiements est toujours équilibrée (principe de la comptabilité en partie double), parler de déséquilibre de la balance ne veut rien dire. En revanche, en isolant d'un côté les soldes représentatifs des « besoins ou capacités de financement externe » des résidents d'un pays et, de l'autre, les types de financements effectifs, l'analyse de la balance des paiements prend toute sa signification.

2.2. Les besoins ou capacités de financement externe

En identifiant individuellement toutes les sources nettes de revenus ainsi que de dépenses, pour un pays, il est possible de dégager un solde représentatif des capacités (s'il est positif) ou des besoins (s'il est négatif) des besoins de financement de ce pays.

2.2.1. Le solde des transactions courantes

Au sein de la balance courante, quatre sous-postes significatifs (en bruts et en soldes nets) sont isolés : les biens, les services, les revenus et les transferts courants.

■ La balance commerciale

Le solde du premier (les biens) est le plus souvent identifié à la **balance commerciale**, qui regroupe donc les exportations (X) et importations (M) de biens manufacturés, matières premières et produits agricoles ; selon certaines définitions nationales (mais non en France), la balance commerciale comprend aussi les services (voir ci-après).

Le sous-compte de la balance commerciale fait généralement l'objet d'analyse plus approfondie dans la mesure où il reflète le degré d'ouverture d'un pays sur l'étranger. Lorsque le « taux de couverture » (rapport en pourcentage des exportations sur les importations, soit X / M) est supérieur (inversement inférieur) à 100 %, le commerce extérieur est dit excédentaire (inversement déficitaire).



Illustration

Le déficit commercial de la France s'élevait pour l'année 2012 à 65,457 milliards d'euros, en baisse par rapport à 2011 où il atteignait 70,1 milliards d'euros.

Les termes de l'échange est un concept attaché à la balance commerciale : les termes de l'échange nets correspondent au rapport entre les prix des exportations et les prix des importations et s'écrit :

$$Te = \text{indice des prix à l'X} / \text{indice des prix à l'M} \times 100$$

Lorsque le prix des X croît davantage que celui des M, les termes de l'échange nets s'améliorent et inversement. Cependant, un accroissement exagéré du prix des exportations par rapport à celui des importations peut entraîner une perte de compétitivité. Ainsi, quand le solde commercial devient chroniquement déficitaire, des ajustements s'avèrent nécessaires : ajustement par les prix (grâce à une compression des coûts ou une amélioration de la productivité) ou par le taux de change (voir ci-après).

■ Le solde des services

Le deuxième sous-compte (intégré ou non à la balance commerciale) recouvre le **solde des services** : voyages (déplacements touristiques et professionnels) et transports, prestations de sociétés de services et de conseil, dont financiers). Son importance dans les échanges s'est fortement accrue ces dernières années, en partie du fait de la globalisation financière, mais aussi de l'explosion des nouvelles techniques de l'information et de la communication (qui facilite l'externalisation) et, plus généralement, de l'intégration des économies nationales.

■ Le solde des revenus

Le troisième sous-compte significatif du compte courant est le **solde des revenus**. S'il recouvre à la fois les revenus des salariés (frontaliers, saisonniers et détachements de courte durée) et les revenus des investissements, ce sous-compte est le plus souvent identifié aux seconds types de revenus. Ces derniers comprennent à la fois les dividendes et les paiements de coupons d'obligations, leur solde net étant étroitement lié à la position nette extérieure de la nation (et donc à ses besoins ou capacités de financement cumulés), ainsi qu'à la rentabilité des actifs à l'étranger de ses résidents, comparée à celle des actifs du reste du monde détenus dans le pays. Il conviendra de revenir sur cette double relation flux-stock et comptes courant et de financement.

■ Les transferts courants

Le quatrième sous-compte significatif du compte des transactions courantes est constitué par les **transferts courants**, c'est-à-dire les mouvements comptables sans contrepartie apparente ou mesurable. On distingue les transferts des administrations publiques (paiements aux organismes régionaux et internationaux notamment) des transferts privés. Cette seconde catégorie recense essentiellement les transferts de fonds des travailleurs migrants (ainsi que les dons dans une moindre mesure), poste qui pour certains pays en développement constitue un apport positif important à leur solde de compte courant.

La somme des soldes du compte des transactions courantes et des opérations de capital peut faire apparaître un excédent ou un déficit.



Un déficit révèle un besoin de financement de la nation, il signifie qu'au niveau macroéconomique, l'épargne nationale est inférieure à l'investissement.

Ce besoin de financement de la nation se traduit ensuite par un excédent du compte financier qui le compense : les agents résidents doivent recourir aux non-résidents pour couvrir le déficit d'épargne et/ou puiser dans les réserves de change de la Banque centrale.

Un excédent révèle une capacité de financement de la nation, il signifie qu'au niveau macroéconomique, l'épargne nationale est supérieure à l'investissement.

Cette capacité de financement de la nation se traduit ensuite par un déficit du compte financier qui le compense : les agents résidents peuvent alors couvrir le déficit d'épargne des non-résidents et/ou accroître les réserves de change de la Banque centrale.

2.2.2. Le solde du compte capital

Ce compte a été créé par le cinquième manuel du FMI. Il y a transfert en capital lorsque la propriété d'un actif fixe est cédée ou lorsqu'un engagement financier est annulé par accord mutuel entre le débiteur et le créancier sans que ce dernier ne reçoive de contrepartie réelle ou financière. Pour l'essentiel, cette rubrique prend en compte les remises de dettes qui interviennent dans le cadre de renégociations de certains pays en difficulté de balance de paiements avec leurs créanciers publics (club de Paris) ou privés, c'est-à-dire bancaires (club de Londres), les cessions de certains actifs incorporels (brevets, droits d'auteur, franchises, etc.) et les aides à l'investissement.

2.2.3. Le solde de l'ensemble compte courant + compte capital

Ce solde donne un message très puissant ; il regroupe les échanges incontournables et les opérations lourdes. Il contient donc toutes les opérations « réelles », c'est-à-dire non financières et monétaires (pour le raisonnement, les dons et abandons de dettes sont assimilés à des cadeaux physiques). Positif, il signifie que la contrepartie monétaire sera un excédent ; en effet, tous les achats à l'extérieur sur la période ayant été pris en compte, le pays a donc dégagé une « capacité de financement » à l'égard du reste du monde. Et vice versa.

Il est considéré que ce double solde (essentiellement celui de la balance commerciale) traduit véritablement l'état de santé de l'économie nationale. À court terme, un déficit peut être associé à une forte conjoncture se traduisant par des besoins d'importation supérieurs à la demande d'exportations. À long terme, un déficit peut traduire un état précoce de développement, nécessitant des besoins d'équipement et d'infrastructures, ainsi que, parallèlement, des besoins de financement. C'est en principe le cas des pays en développement. *A contrario*, un surplus devrait être associé à un stade avancé de développement et des surplus d'épargne nationale (cas d'un pays vieillissant comme le Japon). Mais il peut aussi résulter d'une faiblesse concurrentielle persistante, qu'une surabondance de financement permet de cacher un temps (cas des États-Unis).

2.3. Le compte de financement

Comme mentionné précédemment, il s'agit donc de la contrepartie monétaire et financière des deux soldes précédents. Pour cette raison, son solde leur est en principe égal, mais de signe opposé ; ainsi, des capacités de financement excédentaires (+) impliquent des exportations nettes de capitaux, enregistrés par convention comme un solde de compte financier négatif. Inversement, des besoins nets de financement (-) impliquent des importations nettes de capitaux, enregistrés par convention comme un solde de compte financier positif. Dans la pratique, les relations de cause à effet sont plus complexes, comme il sera vu ultérieurement.

Le compte financier est ventilé en sous-postes selon la nature des capitaux : Investissements Directs à l'Étranger (IDE), investissements de portefeuille et produits financiers dérivés, autres investissements et variation des avoirs de réserve.

■ Les investissements directs à l'étranger

Ils couvrent l'ensemble des opérations effectuées dans le but d'acquérir, d'accroître (ou de liquider) un intérêt durable dans une entreprise. Par convention, il est admis de retenir le niveau de 10 % des droits de vote ou du capital social comme seuil critique d'éligibilité au classement IDE.

■ Les investissements en portefeuille sur titres négociables

Le deuxième sous-poste couvre **les investissements en portefeuille** sur titres négociables. Il convient de distinguer, au sein de ce solde, les opérations sur actions (en deçà des 10 % mentionnés plus haut) des opérations sur titres de créance ou de dette (assimilées souvent par souci de simplification aux opérations sur obligations). De ce fait, il est alors possible d'isoler d'un côté les dividendes correspondant aux titres de propriété que sont les actions et de l'autre les coupons correspondant aux titres de créance ou de dette.

■ Les produits financiers dérivés

Le troisième poste a été introduit pour tenir compte de l'accroissement de ces opérations, à savoir, **les produits financiers dérivés** (primes sur options, prix de *warrants*, appels de marges et intérêts sur contrats à terme, d'échange ou de taux).

■ Les autres investissements

Quant aux **autres investissements**, ils recouvrent essentiellement les crédits inter et intra-groupes, ainsi que les prêts et dépôts, dont les prêts octroyés par les établissements bancaires ou les dépôts reçus par eux. Dans le contexte du suivi de l'endettement externe des pays, les crédits bancaires peuvent être, par ailleurs, ventilés en court et long terme.

■ Les avoirs de réserve

Enfin, les avoirs de réserve sont les avoirs extérieurs à la disposition des autorités monétaires pour leur permettre de financer des déséquilibres du solde de la balance globale. Depuis la création de la zone euro, seule la partie des réserves non transférées à la BCE est concernée pour les pays, comme la France, membres de la zone. Les avoirs de réserve sont constitués des créances brutes en or et en devises (y compris les titres émis par des non-résidents), des avoirs en droits de tirage spéciaux et des avoirs de réserve détenus auprès du FMI.

Un ratio clé suivi par les bailleurs de fonds étrangers est le volume des réserves exprimé en mois d'importations. Un chiffre excédent 8 (mois d'importations) est considéré comme confortable. À moins de 4 mois, la situation externe du pays est considérée comme fragile... ce qui réduit dès lors les possibilités de financement du solde de la balance globale.

Idéalement, l'ensemble des soldes courant + capital d'un côté, et compte financier (y compris variation de réserves) de l'autre, devraient s'annuler. En pratique, compte tenu des recensements séparés et hétérogènes et surtout de l'imprécision au niveau du compte de financement, les écarts sont enregistrés dans un poste « erreurs et omissions ». Ce poste représente pour la France plusieurs milliards d'euros et plus d'une centaine de milliards au niveau international.

3. L'ANALYSE ÉCONOMIQUE

Au-delà des notions de termes de l'échange, ainsi que des ratios clés –degrés d'ouverture et de couverture, réserves exprimées en mois d'importations – affectés aux soldes significatifs isolés précédemment, l'analyse de la balance des paiements permet de faire ressortir la problématique de l'ajustement. Le mot « ajustement » désigne l'action qui consiste à rétablir l'équilibre du solde des transactions courantes. Sachant que le solde peut être excédentaire ou déficitaire, il y aura « problème » d'ajustement dans le second cas, le premier étant plutôt vertueux puisqu'il traduit une entrée de devises nette au compte financier, qui viendra gonfler les avoirs de réserves.

Dans la section précédente, l'accent était mis sur la causalité : le déficit courant requérant un financement. En fait, les relations de cause à effet sont plus complexes et font intervenir la distinction entre flux et stock. Par ailleurs, alors que dans un premier temps, un déficit courant excessif peut être financé par une ponction sur les réserves de change du pays, la réduction des réserves peut à son tour remettre en question le financement « spontané » (par le marché) de ce déficit. En l'absence de concours officiels (de la part du FMI notamment), le pays peut être alors conduit à procéder à une dévaluation (en régime de change fixe) ou à laisser sa monnaie s'ajuster à la baisse sur le marché des changes (en régime de change flexible).

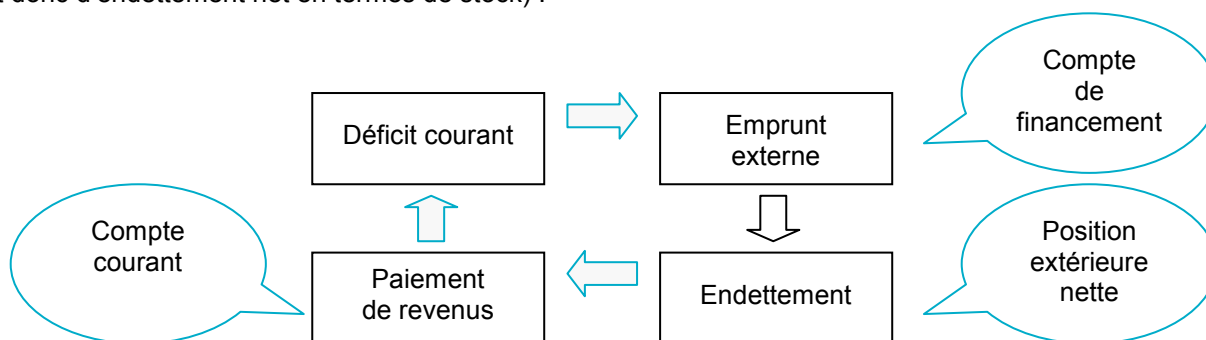
3.1. L'engrenage du déficit

3.1.1. Déficit courant, financement et position extérieure nette : la théorie

Hormis le recours aux réserves de change (voire aux dons dans le cas des pays les moins avancés), un déficit courant pour un pays peut être financé grâce à un transfert d'épargne en provenance de l'étranger sous la forme d'investissements directs réalisés cette fois-ci par des intérêts extérieurs (financement le plus stable), par des investissements en portefeuille actions (rémunérés en dividendes, en fonction des résultats de l'entreprise cible) ou bien par des flux générateurs d'endettement : émissions d'obligations (payant coupons) ou crédits bancaires (payant intérêts).

Ces divers flux vont gonfler la position débitrice externe du pays tous agents confondus (ou réduire sa position créditrice, si tel est le cas au départ). En tout état de cause, ces flux vont générer ultérieurement des paiements de dividendes (ou des rapatriements de bénéfices), de coupons ou d'intérêts et donc affaiblir le solde des revenus qui figure au compte courant. Ainsi, le financement du déficit courant, en dégradant l'encours (ou le stock) de la position externe, va à son tour générer de nouveaux besoins de financement, dans un processus autoalimenté allant du stock au flux pour revenir au stock.

Cet engrenage destructeur, et réversible sous la seule condition d'une amélioration des autres soldes du compte courant, est illustré dans le schéma suivant dans l'hypothèse d'un financement par recours à l'endettement (cas des emprunteurs souverains) dans une situation de déficit chronique du compte courant (et donc d'endettement net en termes de stock) :



3.1.2. Déficit courant, financement et position extérieure nette : la réalité

La logique développée précédemment amène cependant deux remarques.

■ Première remarque

La première est l'hypothèse implicite de causalité du compte courant vers le compte de financement. Dans la pratique, il a été possible d'observer dans le passé des causalités inverses. Lors de la crise financière des pays asiatiques en 1997, un assèchement total des financements a provoqué un basculement du solde courant de ces pays, du déficit au surplus, les importations ayant chuté en l'absence de financement. Un autre exemple intéressant est l'expérience des États-Unis en la matière au cours des 20 ou 30 dernières années précédant la récente crise. Le creusement du déficit courant n'a pas empêché le dollar de rester une monnaie forte, signe que les financements, attirés spontanément par la forte conjoncture de l'époque, permettaient de compenser bien au-delà le déficit du compte courant. Comme on le voit, le sens de la causalité peut se modifier dans le temps, en fonction des circonstances... ou de l'attitude des investisseurs face aux risques.

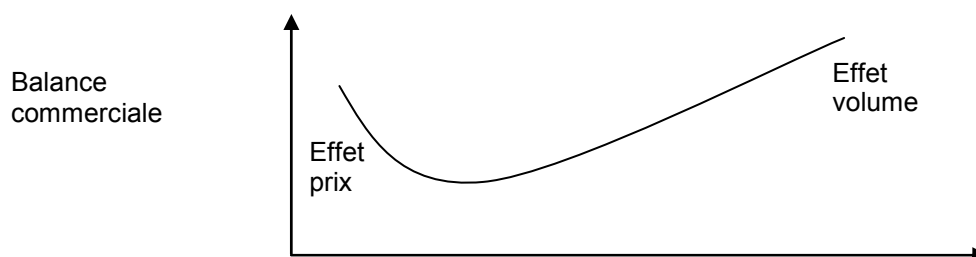
■ Deuxième remarque

La seconde remarque concerne le lien entre l'évolution de la position nette et celle du poste « Revenus » du compte courant. Il est indéniable qu'un besoin de financement se traduit par une détérioration de la position extérieure nette. Cependant, ce lien n'est pas aussi étroit qu'on pourrait le penser *a priori*. Pour reprendre l'exemple très instructif des États-Unis, le solde de leur position extérieure nette est resté positif jusqu'en 1989, en dépit d'un déficit courant persistant depuis les années 70. Plus significatif encore est le fait que le solde des revenus nets est lui-même resté positif jusqu'en 2005, soulignant la meilleure rentabilité des investissements américains à l'étranger par rapport à celle des investissements étrangers aux États-Unis.

3.2. L'ajustement du cours de change

3.2.1. L'effet d'une dévaluation / dépréciation et le principe de la courbe en J

L'effet d'une dévaluation – dans le cas d'un cours de change fixe – ou d'une dépréciation – dans le cas d'un cours de change flottant (selon les conventions de terminologie) – s'inscrit en deux temps. Dans un premier temps, les opérateurs ne modifient pas leur comportement et échangent les mêmes quantités : or les importations étant plutôt libellées en devises étrangères (c'est l'usage) deviennent plus chères tandis que les exportations étant plutôt libellées en monnaie nationale (c'est l'usage) ne changent pas de valeur en monnaie nationale, mais rapportent moins en devises étrangères. À travers cet effet-prix cumulatif (baisse des recettes unitaires d'exportation, accroissement du prix unitaire des importations), la balance commerciale (et donc la balance courante aussi) enregistre un accroissement du déficit ; c'est le début du tracé du « J », la partie allant vers le bas. On parle ici d'effet prix.



Dans un second temps, les opérateurs ressentent l'impact de la dévaluation et réagissent sur les quantités : les volumes d'importations diminuent tandis que le volume des exportations augmente ; la balance enregistre un rééquilibrage ; c'est la remontée du « J ». Il s'agit ici de l'effet volume. Pour que cet effet soit supérieur à l'effet-prix d'origine (remontée de la courbe en J au-delà du point initial), un certain nombre de conditions doivent être remplies. Le succès de la dévaluation / dépréciation dépendra en particulier des élasticités des prix des importations et des exportations. Par ailleurs, une forte conjoncture nationale (comme une stimulation par les dépenses publiques) risque d'accroître globalement la demande d'importations. *A contrario*, un ralentissement mondial risque de réduire l'élasticité de la demande étrangère d'exportations. Enfin, le succès de l'ajustement de change dépend aussi de la propension des producteurs nationaux à modifier leur marge parallèlement à la modification du change, ou encore des comportements salariaux, notamment si la part des produits importés dans la consommation est élevée.

3.2.2. L'ajustement de change et le triangle des incompatibilités

Toute intervention de la Banque centrale comme acheteur ou vendeur résiduel de devises pour maintenir un cours de change donné n'est pas sans répercussion sur la liquidité interne. En effet, tout achat de devises se traduit pour la Banque centrale par un crédit correspondant dans ses comptes (au passif) en faveur de la banque commerciale vendeuse (les banques interviennent au sommet de la pyramide des règlements de devises). Ce qui permet à cette banque d'octroyer de nouveaux crédits en monnaie nationale et donc de créer avec les autres banques commerciales un supplément de masse monétaire (selon le principe que les crédits font les dépôts). Une vente de devises aurait le résultat inverse (destruction de monnaie nationale).

Ainsi, en régime de change fixe, la Banque centrale perd toute autonomie de sa politique monétaire, à moins de stériliser par d'autres mécanismes la création ou la destruction de monnaie engendrée par les interventions sur les changes. Une alternative consisterait à imposer ou à maintenir un contrôle sur les mouvements de capitaux, encore appelé contrôle des changes, ce qui n'est plus guère pratiqué de nos jours, ou seulement partiellement dans le cas de certains pays en développement.

Ce dilemme dans la conduite de la politique monétaire est souvent exprimé par les termes de **triangle des incompatibilités**. Un pays ne peut disposer simultanément :

- d'une totale liberté des mouvements de capitaux, à l'entrée comme à la sortie ;
- d'une fixité du taux de change ;
- d'une véritable indépendance dans la conduite de sa politique monétaire.

Ce triangle devient un dilemme dans un contexte généralisé d'absence de toute restriction aux mouvements de capitaux à l'international.



CHAPITRE 8 – LE CHANGE

Les objectifs pédagogiques : Connaître l'évolution contemporaine du système monétaire international.
Connaître les avantages et inconvénients des différents régimes de change.
Pouvoir évaluer l'influence du régime de change sur l'économie réelle.

Prix d'une devise par rapport à une autre, le taux de change peut être fixé par les autorités monétaires ou fluctuer librement selon l'offre et la demande des monnaies concernées. Entre ces deux situations extrêmes, il existe une infinité de régimes intermédiaires.

Le régime de change exerce-t-il une influence importante sur l'économie réelle ?

L'évolution du Système Monétaire International (SMI) au cours du xx^e siècle, tout comme le débat théorique autour des avantages et des inconvénients des différents régimes de change, apportent des éléments de réponse à cette question, sans parvenir à une conclusion tranchée.

De plus, la succession des crises financières et de change depuis les années 90 pose la question plus large de régulation des mouvements de capitaux dont le marché des changes est partie intégrante.

Les banques sont au cœur du marché des changes : par les opérations qu'elles effectuent pour elles-mêmes au sein du marché de gros (*trading* pour compte propre) et par celles qu'elles effectuent pour le compte de leurs clients (intermédiation). Leur statut privilégié les place au sommet de la pyramide des paiements et règlements. Pour certaines, ces activités sont sources importantes de commissions.

1. APERÇU HISTORIQUE DES RÉGIMES DE CHANGE

Doit-on préférer un régime de changes fixes, dans lequel les pouvoirs publics et la Banque centrale contrôlent le maintien du taux de change nominal d'une monnaie, à un régime de changes flexibles, dans lequel le cours des différentes monnaies fluctue au gré de l'offre et de la demande ?

Cette question est d'autant plus pertinente que, depuis les années 90, on a assisté à une succession de crises financières et de change au Mexique, en Asie du Sud-est, en Russie, etc.

Or, cette controverse n'aboutit pas toujours à un consensus : pourquoi ?

Et tout d'abord, comment le système monétaire international a-t-il évolué depuis un siècle ?

1.1. De l'étalon-or à Bretton-Woods

Le xix^e siècle est une période d'accélération des échanges internationaux de produits et de capitaux qui voit apparaître la nécessité, pour les différents pays impliqués, d'adopter des règles communes concernant les prix relatifs de leurs monnaies.



Éclairage historique

Le système de l'étalon-or (1870-1914) est adopté pour pallier les incertitudes liées à la volatilité du marché des changes.

Les taux de convertibilité des différentes devises avec l'or sont fixés : l'ajustement des taux de change réels doit désormais passer par les prix et la recherche de compétitivité.

Toutefois, ce système s'effondre avec le premier conflit mondial. La Grande Guerre oblige en effet les belligérants à créer de la monnaie pour en financer l'effort rendant caduc, *de facto*, l'ancrage de la masse monétaire sur la quantité d'or détenue par la Banque centrale.

Dans l'entre-deux-guerres, les principaux pays industrialisés ne parviennent pas à trouver de modes de coordination monétaires stables et efficaces : hyperinflation en Allemagne, retour à la parité d'avant-guerre au Royaume-Uni.

La crise des années 30 comme le second conflit mondial, commandent aux pays occidentaux de rebâtir un système de régulation et de coordination des politiques de change.



Éclairage historique

Jusqu'au début des années 70, c'est le système de Bretton-Woods qui prévaut. Il repose notamment sur la fixité des parités, mais aussi sur une coopération monétaire internationale dont le Fonds Monétaire International (FMI) est le garant.

Le FMI joue le rôle d'intermédiaire entre les banques centrales et de régulateur des politiques monétaires nationales.

1.1.1. La cotation

À la base, il est admis que l'une des deux monnaies doit servir de point d'appui au raisonnement. Pour cela, elle est exprimée à l'unité, seule la seconde étant fractionnée. **La monnaie exprimée à l'unité est dite directrice et on dit qu'elle est cotée au certain et donc l'autre monnaie est cotée à l'incertain.**

Par exemple à Francfort l'euro est coté « au certain » : **1 EUR = 1,938 USD.**

Si l'euro avait été coté « à l'incertain » on aurait lu : **1 USD = 0,8376 EUR.**

La tradition fait que Londres cote le sterling au certain. Avant l'avènement de l'euro, les monnaies européennes étaient cotées à l'incertain contre le dollar américain (ex. : 7 FRF par USD). À sa création, les marchés ont réussi à imposer l'euro comme monnaie de référence qui est donc cotée au certain contre le dollar. Enfin, le marché des changes utilise la convention de présentation de la cotation suivante : 1,19 EUR/USD, ce qui signifie que la seconde devise est exprimée en unité de la première, commençant ainsi par citer la monnaie cotée au certain ; ainsi le signe / ne doit pas être interprété comme représentatif d'une fraction, contrairement à nos pratiques courantes. La lecture de la cotation s'effectue ainsi : l'Euro contre le Dollar cote aujourd'hui 1,19. À noter que les professionnels du change utilisent généralement 4 chiffres après la virgule.

1.1.2. Les cours ou la détermination du taux de change

Déterminer le cours d'une devise (aussi appelé taux de change) consiste à rapprocher l'offre et la demande pour négocier le prix jusqu'à trouver un accord qui satisfait l'acheteur et le vendeur, comme sur tout marché. Les cours se déterminent soit « au comptant », soit « à terme ». Sur le marché au comptant, la livraison de devises, par transfert de compte à compte, se fait dans les deux jours ouvrables qui suivent la transaction. Sur le marché à terme, la livraison est reportée à l'échéance et au cours (dit « à terme ») convenus au moment de l'établissement du contrat (cf. infra).

■ Le comptant direct

Il s'agit du marché « *spot* », c'est-à-dire « à l'instant » en anglais. Les ordres sont passés par des professionnels entre professionnels : les financiers et les courtiers (et quelques très grandes entreprises non financières). Ils interviennent pour leur propre compte et pour celui de leurs clients.

Grâce aux technologies de l'information et de la communication, à tout moment les ordres sont confrontés de gré à gré mais de façon sécurisée au niveau de l'identification du donneur d'ordre. Ce qui veut dire que sur chaque place financière, quelques établissements seulement sont reconnus internationalement comme opérateurs, spécialisés parfois sur une devise ou un groupe de devises (les autres établissements et les entreprises non financières passent par leur intermédiaire). Leurs cambistes annoncent une fourchette de prix sur les devises qui les concernent le plus ; ils sont alors *market makers* (faiseurs de marché) : au prix fort (*ask* : demander) ils proposent de vendre (à ceux qui demandent) et au prix faible (*bid* : offrir) ils proposent d'acheter (à ceux qui offrent). Ceci avec quatre chiffres après la virgule sauf exceptions (USD/JPY et EUR/JPY sont cotés avec 2 chiffres après la virgule).

Par exemple, le prix de l'euro en franc suisse (EUR/CHF) pourrait s'annoncer : **1,3761 - 1,3769**.

Avec cette fourchette cotée au certain, l'établissement est acheteur d'euro à 1,3761 CHF (bid) l'unité et vendeur d'euro à 1,3769 CHF (ask). Le jargon « bid » et « ask » clarifie la communication.

Comme les opérateurs sont également intéressés par le prix du franc suisse en euro, l'usage est de publier par commodité, dans un tableau informatif, le cours EUR/CHF et son inverse CHF/EUR.

En prenant comme exemple le cours moyen de la fourchette, le calcul ci-dessus se fait comme suit :

$$1 \text{ CHF} \rightarrow 1 / 1,3765 = 0,7265 \text{ EUR.}$$

Sur une place donnée, le tableau est étendu aux principales monnaies en usage. On parle alors de cours croisés.

Cours croisés au comptant

Devises	EUR	USD	JPY	GBP	CHF	CAD	MAD	CNY	THB	ILS	RUB
Europe	-	1.1168	135.0395	0.7142	1.0420	1.3624	10.8535	6.9252	37.2585	4.3074	55.8868
États-Unis	0.8954	-	120.9195	0.6395	0.9330	1.2200	9.7494	6.2007	33.3630	3.8571	50.0495
Japon	0.0074	0.0083	-	0.0053	0.0077	0.0101	0.0804	0.0513	0.2759	0.0319	0.4139
Royaume-Uni	1.4001	1.5637	189.0800	-	1.4590	1.9076	15.1962	9.6957	52.1681	6.0312	78.2627
Suisse	0.9597	1.0718	129.5950	0.6854	-	1.3076	10.4159	6.6459	35.7585	4.1340	53.6436
Canada	0.7340	0.8198	99.1180	0.5242	0.7649	-	7.9660	5.0827	27.3499	3.1619	41.0261
Maroc	0.0921	0.1026	12.4427	0.0658	0.0960	0.1255	-	0.6360	3.4331	0.3956	5.1502
Chine	0.1444	0.1613	19.5009	0.1031	0.1505	0.1967	1.5724	-	5.3806	0.6221	8.0701
Thaïlande	0.0268	0.0300	3.6244	0.0192	0.0280	0.0366	0.2913	0.1859	-	0.1156	1.5002
Israël	0.2322	0.2593	31.3499	0.1658	0.2419	0.3163	2.5196	1.6076	8.6498	-	12.9735
Russie	0.0179	0.0200	2.4164	0.0128	0.0186	0.0244	0.1942	0.1239	0.6666	0.0771	-

Ex: 1 EUR = 1.1168 USD

Source : Boursorama 20/05/2015

Les opérations de change d'importance modeste et/ou entre cambistes se connaissant et/ou entre établissements nationaux, ne passent pas forcément par les *market makers*, mais sont basées sur le même principe ; lorsqu'un établissement appelle l'autre, l'appelé (le coteur) annonce sa fourchette et l'appelant ne dévoile son besoin que si le prix lui convient.

De façon générale, ces cotations bilatérales sont figées pour un temps très court (minute), et s'agissant du marché de gros international (unité en millions de dollars), pour un volume réputé « raisonnable ».

■ Le comptant croisé

C'est une pratique des cambistes qui consiste à rechercher si le prix d'une devise n'est pas plus attrayant en décomposant l'opération directe en deux opérations. Dans l'opération ci-dessus, il s'agirait a) de vendre l'euro contre dollar puis b) d'acheter le franc suisse grâce à ces dollars. C'est le dollar qui joue traditionnellement le rôle du pivot eu égard à sa prépondérance sur les marchés.

Ainsi dans l'exemple du tableau de cours croisés ci-dessus, le cambiste vendrait 1 EUR pour 1,3222 USD puis achèterait 1 CHF pour 0,9364 USD ce qui mettrait le prix de l'euro à :

$$1 \text{ EUR} \rightarrow 1,3222 / 0,9364 = 1,4120 \text{ CHF}$$

Pour une opération de gros, une marge positive dégagée sur la quatrième décimale suffit pour que le cambiste préfère le comptant croisé au comptant direct.

■ Du comptant au terme

Dans ce cas, la livraison de l'opération de change est décalée à une date future, dite d'échéance. Mais le contrat entre les opérateurs a bien été passé ferme, sur la base d'un cours de change déterminé par le marché comptant du jour du contrat.

Le cours à terme est pourtant en règle générale différent du comptant (plus élevé ou plus bas). Cela tient au fait que la détermination du change à terme implique pour la banque offrant un cours déterminé à son client une série d'opérations. Cette suite d'opération comprend un emprunt, une conversion de change au comptant, un placement temporaire et un remboursement, qui détermineront conjointement le coût de la garantie du cours à terme pour l'établissement bancaire, sans risque de change pour ce dernier.

Calcul du cours à terme

Soit un exportateur français qui recevra 1 million de francs suisses (CHF) dans 1 an mais veut tout de suite connaître le cours du change qui lui sera appliqué. Il s'adresse à sa banque pour obtenir de sa part un engagement ferme d'achat de CHF 1 million à terme un an contre un montant déterminé à ce jour en euros.

Pour s'engager sur un tel achat, la banque doit déterminer dès aujourd'hui le montant en euros qu'elle peut livrer, tout en assurant simultanément un emploi pour ce CHF 1 million à recevoir. Elle procède donc de la manière suivante :

- elle emprunte sur un an CHF 1 million avec intérêt précompté (pour déduire les intérêts à la source, afin de garantir un remboursement de CHF 1 million), que nous supposons égal à 1,00 %, soit $1 / 1,01$

Elle dispose donc de 990 099,00 CHF

- puis, pour ne courir aucun risque de change, elle convertit cette somme en euros au cours au comptant (*spot*). Si le cours *spot* est en ce moment de € 0,7259, elle obtient donc :

$990\,099,00 \text{ CHF} \times 0,7259 = €\,0,7187 \text{ million}$

Elle place ensuite ce montant sur le marché interbancaire en euros, adossé au taux Euribor (*Euro Interbank Offered Rate* ou en français tibeur : taux interbancaire offert en euro) 1 an, que nous supposons égal à 1,268 %. La banque encaissera donc dans un an :

$€\,0,7187 \text{ million} \times 1,01268 = €\,0,7278 \text{ million.}$

Ce dernier chiffre correspond au cours auquel la banque peut dès aujourd'hui s'engager à échanger CHF 1 million contre EUR dans un an sans risque de change, puisqu'elle utilisera les CHF reçus pour rembourser son emprunt au taux d'intérêt précompté. Tous les comptes liés à l'opération monétaire seront ainsi soldés. Cet écart ($0,7278 - 0,7259 = 0,0019$) étant positif, il s'ajoute au cours comptant et se nomme « **report** » (le report s'ajoute toujours), soit :

$0,7259 + 0,0019 = 0,7278 \text{ EUR.}$

Une autre hypothèse selon laquelle les taux monétaires seraient inversés (EUR à 1,0 % et CHF à 1,268 %) donnerait le même résultat net mais de signe opposé à déduire du comptant : il s'agirait d'un « **déport** » (le déport se déduit toujours du cours comptant).

Dans les deux cas, la banque prélèvera une commission sur le cours à terme qu'elle annonce. Les marges perçues en sus des écarts *bid-ask* (offre-demande ou emprunt-dépôt) pour la banque elle-même sur le marché interbancaire dans les deux monnaies dépendra de la somme concernée, ainsi que de la qualité de son client (son risque de crédit ou de contrepartie).

On retient aussi qu'une devise est dite en « **report** » par rapport à une autre quand son taux d'intérêt est plus faible que celui de l'autre monnaie (ici le CHF est en report) et vice-versa.

Pour les échéances inférieures à un an (la grande majorité des cas), les calculs de taux de l'emprunt et du dépôt se font *prorata temporis* sur 360 jours (exemple : $180 / 360$ pour six mois). Comme on le voit, le marché des changes est indissociable du marché interbancaire international. Ce qui implique, incidemment, que le cours à terme ne reflète les anticipations sur l'évolution future du cours au comptant... qu'à travers l'évolution relative des taux d'intérêt (bien que la causalité soit double, à travers les pressions de l'offre et de la demande sur les taux d'intérêt eux-mêmes).

■ Les options de change

En se couvrant ci-dessus contre le risque de perte de change par une vente à terme du franc suisse contre euro, l'exportateur se prive d'une évolution favorable du change (renforcement du franc suisse qui lui procurerait davantage d'euro) ; en effet, il s'est engagé à livrer à la banque son franc suisse à l'échéance du contrat, quelle que soit l'évolution du cours.

Pour se couvrir de manière asymétrique, c'est-à-dire en se réservant la possibilité de réaliser un gain le jour de l'échéance, ce même exportateur aurait pu envisager une option de vente, moyennant le paiement d'une prime. Ainsi en achetant une option de vente de franc suisse à terme (seuls les professionnels intermédiaires sont autorisés à vendre des options), l'exportateur se donne le droit d'exercer sa part du contrat (recevoir de l'euro contre franc suisse au cours à terme), sans obligation, si le cours lui est plus favorable (un cours au comptant qui à l'échéance du contrat lui est plus favorable que celui du contrat).

1.2. Le marché

1.2.1. Le cadre

■ Le marché des changes est scriptural

Le marché des changes est un lieu abstrait où se confrontent les offres et les demandes et où se détermine donc le cours du change d'une monnaie par rapport aux autres devises. Tout se fait en compte et à distance grâce aux technologies d'information et de communication. Le cadre des échanges s'appuyant sur le marché interbancaire international est un gré à gré sans frontières fonctionnant 24 heures sur 24. Ce qui pose la question de la fiabilité de la contrepartie et de la sécurité du paiement, sachant que les volumes échangés sont colossaux. Un tiers seulement de ces échanges représentent des opérations au comptant, l'essentiel correspondant donc à des opérations sur dérivés (terme, *swap* cambiste et options), ne donnant généralement pas lieu à livraison, mais à paiements de soldes nets (dans ces opérations de gros, la pratique fait qu'un ordre se déboucle par un ordre de sens inverse.)

Selon l'enquête triennale de la Banque des règlements internationaux de 2007, quelques 86 % du total avaient pour contrepartie le dollar américain, les deux autres grandes monnaies supports de transactions étant l'euro et le yen. On constate cependant une certaine diversification des devises sur les marchés de change internationaux, avec un poids accru des monnaies de la zone Asie / Pacifique (dollar australien, néo-zélandais, de Hong-Kong, renminbi chinois), ainsi que de la roupie indienne et de la couronne norvégienne. L'importance des montants échangés souligne aussi que toute intervention par les autorités monétaires de ces pays ou zones ne pourraient affecter que marginalement l'offre et la demande sur les marchés. Ce qui signifie que ces trois monnaies sont, *de facto*, dans un régime de change variable (voir infra). Seules réserves à cette loi du marché :

- des interventions concertées dans un marché testant les limites d'un renversement de sentiments des intervenants et donc ayant un effet plus psychologique que réel ;
- une volonté politique d'influencer le cours de change, y compris au moyen d'interventions massives, comme le Japon l'a prouvé ces dernières années en accumulant d'énormes réserves de change... au risque d'une création monétaire interne massive, qui était compatible avec l'état de marasme économique que connaissait le Japon au cours des deux dernières décennies, ou encore dans le cas de la Chine pour encadrer strictement la réévaluation très progressive de sa devise.

■ Le change manuel

C'est un appendice du marché des changes. Marginal en volume, il interfère avec le marché des changes lorsque la banque ou le grossiste en billets règle / encaisse les sacs de billets achetés / vendus. C'est pourquoi le prix du billet correspond au cours de change (scriptural) de la devise concernée, augmenté des frais de transport, de manipulation, de stockage et de sécurisation.

1.2.2. Les monnaies internationales

Toutes les devises ne font pas l'objet de transactions assez fréquentes et volumineuses et/ou n'inspirent pas suffisamment confiance pour alimenter un marché des changes, c'est-à-dire pour être acceptées et détenues par les non-résidents. La devise qui obtient (mérite) ce statut international, répond à trois conditions de fond et une de forme :

- elle remplit au plan domestique les trois rôles dévolus à une monnaie saine : moyen d'échange (elle circule dans le pays) ; étalon de valeur (elle sert de référence aux prix) ; instrument d'épargne (elle peut être conservée sans préjudice de son pouvoir d'achat, quitte à ce qu'un intérêt servi compense l'érosion liée à la hausse des prix) ; ainsi, parfaitement saine en son pays, elle inspire confiance vue de l'extérieur ;
- sa part de masse monétaire circulant entre les mains des non-résidents est en quantité suffisante pour éviter les blocages et tensions sur son cours.

Dans ces conditions, puisque les étrangers l'acceptent, la monnaie domestique devient convertible en externe ; cela procède, au départ en tout cas, d'un choix politique, compte tenu des conséquences économiques qui en découlent (infra) ; notamment, la Banque centrale nationale s'engage implicitement à échanger toute unité monétaire domestique sans condition ! Dans le cas contraire, la convertibilité n'est qu'interne ; les non-résidents ne s'en servent qu'à titre exceptionnel et sur le seul marché national, il n'y a donc pas de marché.

Les rares opérations de change avec non-résidents et les nombreuses opérations avec les résidents (qui importent et exportent forcément dans une devise tierce) se font au guichet unique de la Banque centrale du pays et à ses conditions. Dans certains cas, le marché est scindé par la Banque centrale : certaines opérations sont convertibles en externe (pour les échanges de biens et services) et les autres (pour les échanges financiers purs) ne le sont pas.

■ Les acteurs et la régulation

Il convient ici de distinguer les intervenants (privés) sur les marchés des autorités nationales (banques centrales) et supranationales (institutions financières internationales).

Au niveau du marché, le nombre d'intermédiaires est limité par le niveau de complexité des opérations d'une part et leur niveau de risques (contrepartie, opérationnel et de marchés) d'autre part. C'est pourquoi seules de grandes signatures bancaires ou de courtiers peuvent travailler à la dimension internationale ; d'autant que pour accompagner les fuseaux horaires, il est nécessaire de disposer de relais à l'échelle planétaire afin de transférer les opérations en cours. En effet, par sécurité, en fin de journée les opérations doivent être couvertes, c'est-à-dire qu'un achat doit avoir été revendu ou un emprunt « reprêté » (et vice versa).

Cependant, alors que traditionnellement les établissements bancaires et les courtiers (souvent les mêmes établissements) dominaient l'activité (avec près des 2/3 du total), on a vu se développer ces dernières années des stratégies spéculatives dites de « *carry trade* » (négoce par transport, sous-entendu d'une devise vers une autre) par d'autres intervenants financiers, notamment les « *hedge funds* » (fonds spéculatifs) qui s'appuient sur les effets de levier (par endettement et prise de position au multiple sur les dérivés). Ces stratégies, qui vont donc au-delà de la simple contrepartie des opérations commerciales de couverture, consistent à emprunter dans une monnaie à faible taux d'intérêt pour investir dans une devise mieux rémunérée, en escomptant que la variation de change n'annulera pas ce différentiel de taux. Ce faisant, ils contribuent à influencer l'évolution des cours de change, au comptant et à terme (et donc simultanément à travers les opérations d'arbitrage).

Au niveau des autorités nationales, comme sur tout marché de capitaux la question du régulateur et du prêteur en dernier ressort se pose. Si le choix du régime de change relève de l'autorité et du choix des autorités nationales pour les pays dont la monnaie est peu ou pas négociée au plan international, le régime est *de facto* flottant pour les grandes devises, compte tenu des volumes négociés par les intervenants privés. L'influence directe ne peut qu'être marginale, comme les autorités japonaises en ont fait l'expérience (influence limitée en dépit d'interventions massives), leur influence étant donc indirecte, à travers la crédibilité de leur politique. Dans des économies encore fermées ou partiellement fermées, *a contrario*, la Banque centrale contrôle la quantité de monnaie pouvant être achetée ou vendue sur les marchés, et donc est en mesure de contrôler la parité de sa monnaie (cas de la Chine).

Au niveau supranational, le FMI et la Banque mondiale s'emploient notamment à aider les pays à prévenir les crises économiques, financières et monétaires afin de neutraliser au mieux leurs conséquences sur le marché des changes. Pour ce faire, ils exercent un rôle de conseil dans la conduite des politiques macroéconomiques (à travers les « missions » annuelles ou pluriannuelles auprès des autorités nationales : ministres des Finances et banques centrales) et, le cas échéant, des financements de soutien (en principe à court terme pour le FMI, à plus long terme pour la Banque mondiale, bien que la ligne de démarcation de leurs tâches respectives se soit estompée avec le temps).

La Banque des règlements internationaux a pour principale activité la coopération entre les banques centrales. Elle intervient aussi au niveau de financements d'urgence pour des pays confrontés à des crises de changes, ainsi qu'au niveau de la gestion des réserves de changes nationales.

■ Les supports : les comptes de correspondants

Les échanges sont intégralement informatisés ; ils transitent par les comptes des intermédiaires par commodité. Toutefois, la dimension planétaire ne permet pas la réplique d'un système de compensation interbancaire tel qu'on le connaît au plan domestique. Aussi les comptes sont-ils ouverts bilatéralement de banque à banque, tant pour les banques de second rang que pour les banques centrales entre elles. Ces comptes sont connus sous leur appellation *nostro* (notre compte dans une banque à l'étranger) et *loro* (le compte de la banque étrangère chez nous).

En pratique, un *nostro* est toujours libellé en devises, puisqu'il correspond au compte détenu par une banque nationale auprès d'une banque située dans le pays d'émission de la monnaie considérée, par exemple le solde d'une banque française auprès de son correspondant à New York. Et un *loro* est libellé en monnaie nationale.

Les ordres de paiement s'appuient en général sur des messages électroniques standardisés et sécurisés transitant par le réseau international SWIFT (*Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*, association pour les télécommunications financières interbancaires). Les ordres de paiement sont le plus souvent enrichis grâce au code « BIC plus IBAN » pour répondre aux exigences de la modernisation des règlements en euro (cf. le déploiement du projet SEPA : *Single European Payments Area*).

2. LES DÉTERMINANTS DU TAUX DE CHANGE

2.1. Les régimes de change et la politique de change

Avant de discuter les fondamentaux qui pèsent sur la décision d'acheter ou de vendre telle devise (les déterminants du change), il convient d'exposer ce qui pousse un État à laisser libre ou à réglementer les opérations de change entre ses ressortissants et le reste du monde (les régimes de change).

En effet, la première partie a mis en avant le fait qu'une distinction existe entre monnaie convertible ou non convertible et une autre entre Banque centrale interventionniste ou non interventionniste. Faire ce double choix, c'est décider du « régime de change ». Le régime de change détermine à son tour le cadre de la politique de change, autrement dit les interventions de la Banque centrale, pour que le cours de la monnaie nationale reste stable, qu'il s'apprécie ou qu'il se déprécie... ou son absence d'intervention.

2.1.1. La justification économique des régimes de change

Si l'on exclut le cas quasi théorique d'une économie vivant en autarcie, tout pays est exposé à voir sa monnaie et les monnaies étrangères s'échanger de façon erratique entre ses résidents et les non-résidents. Or, il y a deux conséquences à cela, qui peuvent s'avérer déstabilisatrices pour les grands équilibres du pays :

- une variation de la masse monétaire entraînant des effets sur les taux internes, sur l'inflation, sur les réserves de change ;
- une modification du taux de change entraînant des effets sur le commerce extérieur, les investissements directs à destination ou en provenance de l'étranger et les patrimoines privés.

■ Les variations de la masse monétaire

Les devises entrantes entraînent une augmentation de la masse monétaire domestique dès qu'elles sont changées (une des trois sources de création monétaire), donc portent le risque de créer un contexte inflationniste. En gonflant les bilans bancaires du côté des ressources, les entrées de devises facilitent d'autant la capacité de création monétaire (multiplicateur de crédit). En outre, ce supplément de masse monétaire disponible peut influencer les taux interbancaires à la baisse alors que le contexte est inflationniste !

Cependant, si cette offre de devises (et sa contrepartie en monnaie nationale) n'est pas totalement absorbée par la demande privée, provoquant une pression à la hausse du cours du change, et que cette pression n'est pas souhaitée par les autorités nationales, la Banque centrale peut décider de se porter en contrepartie résiduelle. L'explosion des réserves de change chinoises ou japonaises dans les années 2000 illustre le propos.

Bien entendu, une contraction de la masse monétaire par sortie de devises (ou de monnaie nationale qui sera transformée en devise par le non-résident) provoque les effets inverses. On raisonnera donc en solde net.

■ Les modifications du taux de change

Les devises entrantes portent le risque de pénaliser le commerce extérieur et les investisseurs étrangers, d'une part au titre des opérations sur biens et services (solde des transactions courantes) puisque le prix des exportations est renchéri vis-à-vis des non-résidents et les importations facilitées ; d'autre part au titre des actifs fixes (compte de capital) et des investissements directs de l'étranger (compte financier) puisque les actifs nationaux deviennent plus chers.

En contrepartie, le pouvoir d'achat des investisseurs nationaux (dans leurs acquisitions en capital et autres investissements directs ou de portefeuille à l'étranger) se trouve augmenté ; par ailleurs, les revenus des investissements étrangers sur le sol national se trouvent appréciés d'autant (le paiement des coupons et dividendes se faisant en monnaie nationale). Au sein de cette première catégorie de contreparties, on trouve les avoirs de la Banque centrale. Une accumulation de réserves de change, par exemple pour contrer une appréciation indésirable de la monnaie, génère une accumulation de dépôts *nostro* par la Banque centrale, dépôts le plus souvent placés sous formes d'avoirs plus rémunérateurs. Les actifs privilégiés sont les bons et les obligations du Trésor du pays d'émission de la monnaie dans laquelle sont placées les réserves (seuls sont concernés des États bénéficiant de la meilleure appréciation des agences de notation, tant pour leur dette à court terme qu'à moyen et long terme), car considérés comme sans risque de contrepartie (mais avec risque de change). L'accumulation des titres du Trésor américain par les autorités chinoises, japonaises et de certains pays moyen-orientaux, ces dernières années, illustre bien le propos. Ces opérations ne sont pas sans incidence sur le niveau des taux servis sur ces titres, les maintenant à des niveaux plus bas qu'ils ne le seraient autrement (surabondance de demande de titres par rapport à l'offre).

Cela amène à s'interroger sur le comportement des autorités nationales face aux forces du marché des changes. Bien que le FMI distingue huit régimes de change différents, il est admis de les ramener à trois / quatre types principaux, du plus libéral au plus dirigé, avec une tendance générale à privilégier l'approche libérale, soit dans les faits soit dans les objectifs, même si plusieurs pays du Sud conservent un contrôle des changes plus ou moins strict qui permet, au minimum, d'éviter que les résidents ne spéculent contre la monnaie nationale.

2.1.2. Les régimes de change

■ Le flottement

Le flottement correspond à la situation dans laquelle aucune action directe pour modifier le cours que le marché définit n'est entreprise par la Banque centrale (ou le système de banques centrales) responsable de la monnaie. Exemples : USD, YEN, EUR... Cette approche présente plusieurs avantages. Le premier est de pouvoir compenser éventuellement des chocs externes négatifs. À titre d'exemple, une monnaie nationale engagée dans une dynamique haussière par rapport au dollar américain peut contrecarrer la hausse du prix du pétrole, qui lui-même est libellé en dollar, c'est-à-dire neutraliser l'effet d'une « inflation importée ».

Un second est de préserver les réserves de change du pays, voire de permettre aux autorités de gérer le volume des réserves dans le souci d'asseoir leur crédibilité face au marché (les réserves exprimées en mois d'importations sont une variable clé de l'appréciation du risque pays) ; un troisième est de permettre une grande autonomie dans la conduite de la politique monétaire, la Banque centrale n'étant pas contrainte par les effets de création monétaire d'une intervention sur les changes.

Mais elle n'est pas sans présenter des inconvénients. Le premier est l'effet nuisible de l'incertitude et de la volatilité du cours de change. D'essence libérale, le flottement s'inscrit dans la ligne de pensée néo-classique selon laquelle les corrections viennent des marchés eux-mêmes. Lorsque le FMI aide un pays à abandonner une pratique économique protectionniste, cette phase d'exposition aux marchés est souvent jugée douloureuse. De nos jours, la structure des marchés financiers permet à des cours de change de s'éloigner de manière importante et durable de leur valeur fondamentale. Le deuxième inconvénient, lié au premier, est d'être soumis à la loi du marché concernant à la fois la politique économique (budgétaire et monétaire) et les effets possibles d'une inflation importée dans le cas d'une dépréciation de la monnaie. Les économies industrielles, outre les émetteurs des trois grandes monnaies de réserve (États-Unis, Union européenne et Japon), ont généralement choisi le flottement, jugeant que les avantages étaient supérieurs aux inconvénients, notamment en termes de politique monétaire. C'est le cas en particulier des pays anglo-saxons : Royaume-Uni, Canada, Australie et Nouvelle Zélande.

■ Le fixe

Le régime de change fixe recouvre deux approches possibles : soit le rattachement à une monnaie dite d'ancrage (la couronne danoise ou le franc CFA vis-à-vis de l'euro), soit le rattachement à un panier de monnaies. Dans le premier cas, l'ancrage peut aller jusqu'à l'abandon total de la monnaie nationale (cas de l'Équateur, du Panama et du Salvador qui ont adopté le dollar, ainsi que des 16 pays adhérant à la zone euro) et donc à l'abandon total de la politique monétaire nationale (au bénéfice d'une politique régionale dans le cas de l'euro).

Dans le second cas, le taux de change de la monnaie nationale se modifie par rapport aux devises individuelles entrant dans la composition du panier en fonction du poids de chacune dans le panier. La formule de pondération privilégie en général la composition géographique et/ou en devises des échanges (cas du Maroc), mais ce n'est pas une obligation. Dans certains cas, même, cette formule n'est pas mise à la disposition du public (cas de la Chine).

Les avantages en sont la suppression totale des incertitudes et coûts de couverture de change, ce qui est généralement favorable au commerce, au bénéfice des échanges avec le pays d'ancrage ou celui dont la monnaie est prépondérante dans le panier. Par contre, le change fixe impose que le pays ait la capacité d'absorber la totalité des devises venant de l'extérieur (cf. les effets pervers du gonflement de la masse monétaire) et/ou de fournir les devises demandées par le marché, dans le cas inverse (soutien du cours de change avec risque d'épuisement des avoirs de réserve donc d'endettement de la Banque centrale). Il peut constituer, par ailleurs, un handicap face à des pays ayant fait le choix du taux variable, et qui peuvent donc gagner des parts de marché grâce à une évolution favorable du cours de change. De plus, le choix de la monnaie d'ancrage ou du poids de la monnaie dominante dans le cas d'un panier peut accroître la dépendance économique envers un seul pays ou une seule zone. Enfin, le change étant rigide, il ne peut jouer le rôle de variable d'ajustement en cas de choc négatif (ex : prix du pétrole).

■ Les régimes intermédiaires

Ils regroupent un ensemble de régimes qui peuvent être classés, au risque de simplification extrême, en deux catégories : « change fixe mais ajustable » et « change variable dans un tunnel ». Ces processus cumulent une part des avantages des changes fixes et flottants et une part de leurs inconvénients : une certaine stabilité mâtinée de flexibilité, avec des conséquences non négligeables sur l'évolution des réserves de change, de la masse monétaire et sur la crédibilité des politiques macroéconomiques.



Ces régimes sont d'ailleurs le plus souvent transitoires, et dans un contexte d'évolution à terme vers le change fixe ou le flottant. En effet, ces régimes caractérisent souvent les pays n'ayant pas encore maîtrisé l'inflation et/ou souffrant d'un déséquilibre chronique du solde à financer de leur balance des paiements.

En encadrant le cours de change (fixe-ajustable, variable-tunnel), les autorités cherchent à transmettre au marché leur volonté de maîtriser à terme les sources de ces déséquilibres. C'est ce qui explique la configuration des illustrations ci-dessous : la dépréciation de la monnaie s'estompant à terme au fur et à mesure que l'inflation se réduit.

Limites et conséquences : il faut distinguer ce qui est dit et ce qui est pratiqué ; le régime déclaré par les officiels (« *de jure* ») n'est pas forcément celui que l'on applique (« *de facto* »). S'il s'agit de gérer des volumes modestes, tel flottement un instant indésirable peut être contré par des interventions discrètes des deux banques centrales concernées. Chose impossible à faire mécaniquement sur le dollar américain, l'euro et le yen compte tenu des quantités en jeu ! Il ne reste aux gouverneurs des banques centrales que l'effet d'annonce et l'art de la rhétorique pour orienter (ne pas désorienter) le marché des changes, les actions concertées des grandes banques centrales ne pouvant contrecarrer durablement une tendance de fond du marché.

2.2. Les déterminants des taux de change

Dans un but de clarification les illustrations précédentes ont pris en compte comme unique déterminant du taux de change le rapport basé sur le prix des productions de biens et de services dans chacun des pays partenaires ; cette pratique est connue sous la dénomination de « parité des pouvoirs d'achats ».

En réalité, les théoriciens de l'économie considèrent que les déterminants sont plus nombreux et que leurs effets sur le cours du change sont complexes, mais chacune des théories présente des limites qui les rendent discutables. Les principales réflexions se classent en deux familles : celles concernant les fondamentaux macroéconomiques réels (croissance, inflation et solde des transactions courantes) ; celles s'appuyant sur les allocations d'actifs financiers et qui privilégient donc les variables financières (taux courts, taux longs, valorisations boursières et cours du change). En principe, les secondes variables devraient être assujetties à l'évolution des premières. L'expérience des dernières décennies montre que les cycles réels et financiers sont de moins en moins synchrones.

2.2.1. Les fondamentaux réels : la Parité des Pouvoirs d'Achat (PPA)

Une forte conjoncture nationale par rapport au reste du monde (comme les États-Unis dans les années 90) peut justifier une détérioration du solde des transactions courantes à cause d'une demande importante de produits d'importations. Hormis ce facteur à court terme, le solde courant est influencé de manière plus fondamentale par la compétitivité relative de l'économie nationale par rapport au reste du monde.

Cette compétitivité relative s'appuie sur la notion de parité des pouvoirs d'achat. En terme absolu, la PPA compare le prix moyen d'un panier de biens de consommation représentatif d'une consommation type par rapport au prix de ce même panier dans les autres pays. De cette comparaison, il est possible de dégager en principe le taux de change d'équilibre de la monnaie nationale. La difficulté est d'identifier le panier représentatif. Une version simpliste, utilisée par l'hebdomadaire anglais « The Economist » consiste à comparer les prix du « Big Mac » vendu dans la chaîne de restauration rapide McDonald's.

Illustration de la PPA par comparaison du prix du Big Mac. Le prix du Big Mac aux États-Unis coûte USD 3,10, alors qu'il coûte EUR 2,95 en moyenne dans la zone euro. Sur la base des PPA, le cours EUR/USD devrait s'établir à 1,05 ($3,10 / 2,95$). Si le cours s'établit à 1,27, l'euro est sur cette base surévalué de quelque 21 % ($1,27 / 1,05$).

Au-delà de cette comparaison simpliste, il n'existe pas vraiment de consensus sur le panier le plus représentatif. Ce qui explique la tendance à raisonner en termes de variation ; par rapport à une année de référence ou une moyenne de plusieurs années. Ainsi, en prenant 2008 comme année de référence et des taux d'inflation moyen de 3,85 % aux États-Unis et 2,80 % en Europe, il apparaît que, pour maintenir la PPA des produits américains, le dollar devrait se déprécier de quelque 1,05 % ($3,85 - 2,80$ en première approximation) par rapport à l'euro. Si la parité reste inchangée, on dit que le dollar en fin d'année est surévalué en termes réels de 1,05 % par rapport au début d'année.

Au-delà du jeu de l'inflation, il convient de prendre en compte d'autres variables qui affectent la compétitivité de l'économie nationale : compétitivité des prix (flexibilité des salaires, gains de productivité, etc.), mais aussi indépendamment des prix (différentiation des produits, qualité des services après-vente...).

2.2.2. Les variables financières

Le raisonnement précédent s'appuie essentiellement sur le déséquilibre du solde des transactions courantes provoqué par une perte de compétitivité de l'économie nationale : une approche de flux sur une période donnée, c'est-à-dire, en cas de déficit du solde courant, de transferts financiers nets en faveur des non-résidents (on pensera au solde de la balance commerciale américaine).

■ Les allocations d'actifs : approche de stocks contre approche de flux

Le raisonnement précédent sur une période donnée ignore l'accumulation des déséquilibres, période après période, et donc des stocks d'actifs dans la monnaie concernée accumulés par les non-résidents. L'approche patrimoniale vise justement à examiner les motivations des choix d'allocations d'actifs entre économies nationales sur longue période par les investisseurs internationaux.

Si cette approche ne peut négliger les fondamentaux réels, elle présente l'avantage de prendre en considération les facteurs purement financiers. Dans une logique purement financière (privilégiant donc les facteurs financiers), les décisions d'allocations de patrimoines reposent soit sur les différentiels de rémunérations observés sur les actifs monétaires et financiers, soit sur les anticipations en la matière, à travers les opérations traditionnellement classées en opérations de couverture, de spéculation et d'arbitrage.

■ Les variables financières

Les principales variables répondant à des décisions plus orientées à court terme sont les taux d'intérêt respectifs : taux du marché monétaire (interbancaire et bons du Trésor) et taux obligataires servis sur les titres d'État. Les banques centrales conservent donc un instrument de politique de change, l'action sur les taux d'intérêt courts. Par exemple, un durcissement de la politique monétaire dans un pays entraînant à la hausse les taux du marché est une incitation puissante pour les investisseurs internationaux à privilégier les placements correspondants en cette monnaie. Une réorientation massive des patrimoines aura à son tour un impact non négligeable sur le cours de change de cette monnaie, dont l'appréciation s'ajoutera, à court terme, aux gains de différentiels d'intérêt (cas des États-Unis en 2004-2005).

Si l'augmentation relative des taux peut s'expliquer par une forte croissance, les choix de placements boursiers sont plus étroitement associés aux perspectives à plus long terme de croissance que ne le sont les différentiels d'intérêt, à travers les PER (*Price Earning Ratios* ou multiples de capitalisation).

Ainsi, l'engouement pour le marché boursier américain après l'éclatement de la bulle internet reflétait la réputation de grande souplesse et d'adaptabilité de son économie. Les facteurs à court terme ne sont cependant pas absents, ne serait-ce qu'à travers les écarts de rendement entre obligations et actions. Par exemple, une augmentation des taux longs induits par des perspectives de forte croissance (et donc de risque inflationniste) incitera les investisseurs à privilégier les placements boursiers.

■ Les comportements

Ces comportements ont pour résultat de pousser à la hausse la monnaie de placement (dans le cas d'un régime flottant, ce qui est le cas de l'euro et du dollar). La hausse de la monnaie accroît la rentabilité sous la forme de plus-values de change et incite d'autres investisseurs à l'acquérir. Cependant, plus le mouvement se prolonge, plus le risque de renversement rapide et brutal est élevé (cas des monnaies asiatiques lors de la crise de 1997). Ce qu'on appelle communément le mimétisme (comportement homogène des investisseurs) joue de nos jours un grand rôle dans la volatilité des variables financières... y compris des taux de change qui peuvent donc s'éloigner durablement et de manière importante des cours de PPA.

Il est d'usage de distinguer parmi les intervenants sur le marché des changes (comme sur les autres marchés financiers), trois catégories selon la motivation sous-jacente. La première est la couverture, réalisée essentiellement pour des opérations commerciales, mais aussi pour des opérations financières (par exemple un achat d'obligation en USD couvert par une vente à terme de USD). La seconde est la spéculation, recouvrant à la fois les contreparties des opérations de couvertures mais aussi celles plus risquées des fonds spéculatifs (les « *hedge funds* ») utilisant l'effet de levier de l'endettement et les positions sur dérivés. La troisième est l'arbitrage, qui élimine les écarts de rendements entre produits comparables, par exemple en ramenant le report ou déport du change à terme au différentiel d'intérêt entre les deux monnaies.

En pratique, cette distinction entre les premiers et les deuxièmes donneurs d'ordre est devenue difficile à conserver : un exportateur qui couvre sa position partiellement par des options relève-t-il de l'une ou de l'autre ? Un spéculateur qui décide de se couvrir avec décalage dans le temps, compte tenu de ses anticipations, passe-t-il de la deuxième à la première catégorie ? Par ailleurs, la couverture pourrait-elle exister sans contrepartie désireuse de prendre un risque ? Ce sont quelques-unes des questions qui rendent l'instauration d'une taxe internationale sur les changes (la taxe Tobin) visant à limiter la spéculation sur les monnaies, difficile à envisager en pratique.

2.2.3. La réalité : entre sphères réelle et financière

Plus généralement, les mouvements de change entre monnaies flottantes s'expliquent tout autant par des considérations réelles que financières. Sur le court terme, les intervenants, au-delà des besoins de financement des déséquilibres des transactions courantes, privilégient les variables financières, ainsi que les perspectives de croissance relatives. Sur le long terme, les paramètres pertinents sont les tendances de la somme des soldes des transactions courantes et du compte de capital (le solde de financement interne), censées refléter les comportements d'épargne et d'investissement interne.

Le basculement des uns aux autres facteurs, souvent de manière homogène, par les opérateurs de marché (le fameux mimétisme mentionné plus haut), explique les mouvements souvent atypiques des cours de change. Par ailleurs, les variations à court terme ne sont pas sans répercussion sur les fondamentaux, ce qui influence donc en retour les comportements à plus long terme.



Sources

Initiation à la macroéconomie, B. Bernier et Y. Simon, Dunod.



Pour aller plus loin...

■ Regarder

Vidéo « Dessine-moi l'éco », *La crise de change*

<http://dessinemoileco.com/la-crise-de-change/>



PARTIE 4

—

La politique économique



CHAPITRE 9 – L'ÉTAT ET LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Les objectifs pédagogiques : Maîtriser les fondamentaux de la politique économique de l'État.
Maîtriser le rôle des finances publiques dans l'économie.
Critiquer objectivement la politique budgétaire.

Ce n'est qu'à partir de la crise des années 30 que les fondements théoriques du rôle économique de l'État ont été posés. Et la discussion sur la politique économique a pris une tournure systématique.

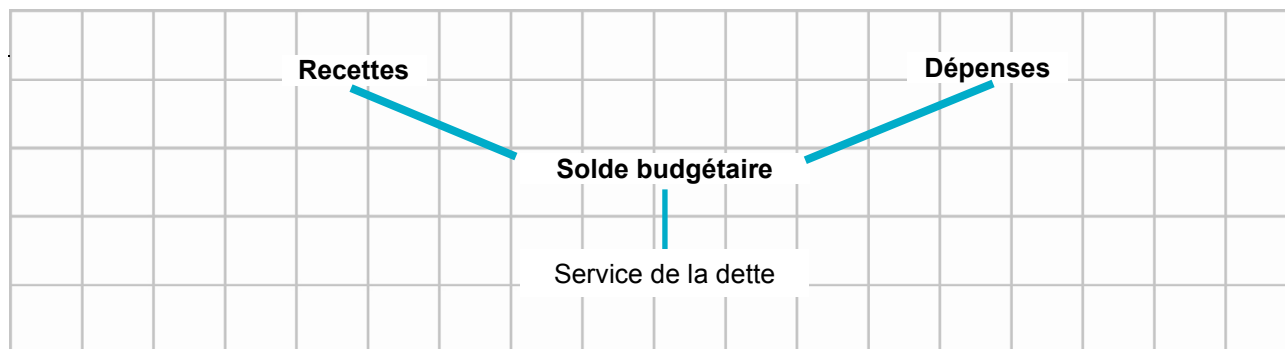
Deux écoles de pensée déjà évoquées s'opposent :

- l'école néoclassique considère que l'économie tend spontanément à s'autoréguler et que tout déséquilibre entre l'offre et la demande pouvant survenir sur un marché se résorbera de lui-même par un ajustement des prix. L'État n'est donc guère fondé à intervenir ;
- l'école keynésienne considère que l'économie peut se trouver durablement en situation de sous-emploi et que seule une intervention adéquate de l'État peut la ramener au plein emploi.

Si la pensée dominante a longtemps été celle du marché souverain, elle est aujourd'hui remise en cause au profit d'un État vigoureusement interventionniste.

Il n'en demeure pas moins que, pour les établissements de crédit dont les actions de l'État affectent leurs stratégies directement (par les financements) et indirectement (par les taux), les réponses à ce débat entre écoles, et ces enjeux, sont loin d'être théoriques.

Les notions-clés



1. LE RÔLE DE L'ÉTAT

1.1. L'État et ses fonctions économiques

Les années 80 ont été l'occasion d'un vif débat sur le rôle et la place de l'État dans l'économie. Elles ont été marquées par l'effondrement politique et économique des économies collectivistes et par un retour en force du libéralisme sous l'impulsion des pays anglo-saxons. Les décennies qui ont suivi ont été caractérisées par une réhabilitation progressive de l'intervention publique, notamment en Europe, mais d'amplitude modérée compte tenu du phénomène de mondialisation, inspiré par la libéralisation accélérée des échanges de biens, de services et de capitaux. La crise généralisée de la fin de la première décennie du ^{xxi}^e siècle provoque un regain d'acuité de cette question.

1.1.1. Qu'appelle-t-on l'État ?

Malgré certains symboles, il convient de ne pas assimiler l'État aux autorités publiques et, plus particulièrement, au gouvernement en place. La définition la plus largement acceptée est celle de Max Weber (*Économie et société*, 1922) : « Nous entendons par l'État, une entreprise politique de caractère institutionnel lorsque – et tant que – sa direction administrative revendique, avec succès, le monopole de la contrainte physique légitime dans l'application des règlements. »

L'expression « puissance publique » est peut-être héritée de là. Le pouvoir de contrainte de l'État est fondé sur une légitimité, des règles de droit public stables et l'existence d'un appareil politique précis.

Concrètement, l'État est une forme d'organisation politique : il regroupe l'ensemble des collectivités publiques nationales.

La perception des fonctions clés de l'État est le reflet des traditions historiques et des valeurs politiques. Ce sont les fonctions qui ne peuvent être déléguées à des entités indépendantes de l'État. L'étendue de l'action de l'État est une source inépuisable de controverses et varie beaucoup selon les pays. La puissance publique est intervenue dès l'Antiquité pour réglementer le commerce, organiser le stockage de produits alimentaires et prélever des taxes. Mais le rôle de l'État fait depuis longtemps l'objet d'opinions divergentes entre économistes, selon qu'ils sont plutôt favorables à un « État neutre » ou, au contraire, à un « État interventionniste ». Auquel cas il est fortement impliqué dans la sphère économique et sociale. Bien que l'économie soit principalement régulée, de manière quasi universelle aujourd'hui, par les marchés, la « puissance publique » ne peut être indifférente à des évolutions qui perturbent le bon fonctionnement de l'activité, comme le démontrent les réactions des États à la crise financière et bancaire dès 2008.

Plus récemment, les notions d'« État providence » et d'« État gendarme » sont apparues dans la littérature économique.

1.1.2. Les conceptions contemporaines de l'État

■ L'approche libérale

Au début du XIX^e siècle, en réaction à l'absolutisme royal, les économistes libéraux, comme par exemple Adam Smith, ne prêtaient à l'État, pour l'essentiel, que des fonctions régaliennes (diplomatie, sécurité extérieure et intérieure, justice). Le marché tendant naturellement à s'autoréguler, le « laisser faire, laisser passer » devait conduire à une répartition optimale des ressources. Cette ligne de pensée était encouragée par un État défenseur de la libre concurrence, c'est-à-dire favorisant notamment la suppression des barrières aux échanges.

Cependant, les mutations des économies de marché et les événements marquants du XX^e siècle ont progressivement confié de nouveaux rôles à l'État.

Tout d'abord, le rôle de « gendarme des marchés » s'est étendu dès la seconde moitié du XIX^e siècle. Le souci de promouvoir une concurrence équitable et d'éviter une concentration excessive des activités économiques explique la mise en place des premières lois *anti-trust* aux États-Unis en 1890 et 1914. Il s'est agi aussi de protéger l'information et la liberté de choix des consommateurs.

Les économistes néoclassiques justifient cette extension du rôle économique de l'État de la manière suivante : en bon gendarme, il doit intervenir pour créer, puis faire respecter les conditions d'une concurrence pure et parfaite (libre entreprise, liberté de déplacement du capital et du travail, transparence de l'information, comparabilité des produits et présence de suffisamment de producteurs et d'acheteurs sur chaque marché pour que les prix s'imposent aux agents économiques, ce qui suppose notamment l'absence de monopole).

En outre, certains auteurs (Marshall, Pigou) ont considéré, avant la première Guerre mondiale, que l'État devait intervenir :

- d'une part, par le biais de taxes, de subventions ou de réglementations, en présence d'effets négatifs comme le travail des enfants ou aujourd'hui la pollution (dits « externalités ») ou positifs comme la recherche, l'éducation ;
- d'autre part, par l'impôt dans le financement de certains biens ou services, comme les « biens publics », tels que l'éclairage des rues, qui ne pourraient être spontanément produits par le marché.

Dans cette perspective, l'État est l'agent économique chargé de faire respecter les règles de la concurrence ou, tout du moins, le maintien d'un certain degré de concurrence permettant d'atteindre les objectifs suivants : la régulation par les prix, la stabilité monétaire, l'équilibre budgétaire, la diffusion des informations utiles aux agents du corps social, l'assurance de relations sociales paisibles. En sus, il doit représenter les intérêts de la nation vis-à-vis de l'extérieur, garantir le respect de l'intégrité du territoire (armée) et protéger les biens et les personnes conformément au droit (conception régaliennne de l'État).

L'État est, en définitive, un agent qui arbitre et qui commande. L'« État gendarme » désigne dès lors une intervention de l'État se limitant à assurer les fonctions régaliennes traditionnelles (armée, justice, police, diplomatie) et s'abstenant d'intervenir dans l'économie.

■ L'approche keynésienne

L'échec des politiques d'inspiration néoclassique en réponse à la crise de 1929 a incité les gouvernements, sous l'influence des idées de John Keynes, à intervenir durant les années qui suivirent pour relancer l'activité économique (programme du « *New Deal* » aux États-Unis par exemple). L'« État gendarme » a cédé ainsi sa place à un « État providence », étant considéré qu'il est le seul acteur à pouvoir intervenir au niveau macroéconomique.

En effet, selon l'approche keynésienne, les mécanismes d'auto-ajustement du marché ne conduisent pas obligatoirement à une allocation optimale des ressources. Ainsi, dans des économies caractérisées par la rigidité des prix et par l'incertitude, le seul fonctionnement des marchés risque, sous l'effet des anticipations pessimistes des consommateurs et des entreprises, de conduire durablement l'économie à un chômage élevé. Il incombe alors à l'État de stimuler la croissance économique afin de parvenir au plein emploi, notamment par :

- une intervention dans le domaine social (développement des régimes de protection sociale) ;
- des politiques de régulation conjoncturelle de l'activité économique (par exemple, relance de la demande) ;
- des actions structurelles (nationalisation, planification, aménagement du territoire...) en engageant des dépenses publiques supplémentaires.

Dans cette approche volontariste, l'action de l'État, y compris par le biais des entreprises publiques, a vocation à modifier les équilibres spontanés du marché là où l'intérêt général n'est pas atteint, là où le coût collectif serait moindre que si la production reste privée, là où l'initiative privée fait défaut (activités non rentables) et là où une consommation collective et/ou des équipements collectifs doivent être pris en charge.

L'intervention de l'État revêt ainsi des formes multiples :

- il doit jouer un rôle régulateur en favorisant le plein emploi (politiques monétaire et budgétaire actives), en limitant les inégalités par la redistribution et le développement de la protection sociale ;
- il est un producteur au service de l'intérêt général, au travers notamment des entreprises publiques ;
- il est l'employeur d'un grand nombre de salariés (en France, près d'un quart de la population active travaille pour la collectivité : fonctionnaires d'État, fonctionnaires territoriaux, fonction publique hospitalière et autres agents publics) ;
- il est un consommateur et un investisseur important, via les marchés publics de fournitures, de prestations de services et de grands équipements et infrastructures.

L'idée d'un « État providence », ou du « *Welfare State* » (État du « bien-être ») va surtout se développer après la seconde Guerre mondiale. Elle désigne la prise en charge par le financement public de certains risques sociaux – maladie, vieillesse, chômage... Dans une acception plus large, cette idée est parfois utilisée pour caractériser l'État interventionniste de la seconde moitié du ^{xx}e siècle par opposition à l'État gendarme du ^{xix}e siècle.

1.2. La politique économique de l'État

1.2.1. Les politiques conjoncturelles ou structurelles

Mettre en œuvre une politique économique, c'est admettre que le libre jeu du marché ne suffit pas pour atteindre une situation jugée satisfaisante. En effet, l'intervention de l'État sur l'économie au moyen de la politique économique est justifiée par une situation non conforme aux attentes du pouvoir politique : croissance insuffisante, chômage, développement inégal des régions, pauvreté... La politique économique exprime donc des choix politiques et sociaux.

L'intervention moderne de l'État conduit, notamment en Europe, à un prélèvement de plus de 40 % sur le Produit Intérieur Brut (PIB). Une partie est prélevée directement au profit du budget (principalement les impôts et les taxes), une autre sous forme de versements obligatoires à des organismes distincts comme des collecteurs des cotisations sociales. Ce sont les « prélèvements obligatoires ».

De nombreux indicateurs (taux de prélèvements obligatoires, part des dépenses publiques dans le PIB) illustrent l'intervention croissante de l'État dans l'économie. Cependant, ces instruments doivent être utilisés avec prudence, notamment la proportion des dépenses publiques dans le PIB.

En effet, la somme au numérateur comporte des « double emplois » (par exemple en France, le transfert d'une fraction des recettes de Taxe Intérieure sur les Produits Pétroliers (TIPP) en faveur de collectivités locales) de sorte que ce total surestime le « poids » de l'État au sens large dans l'économie. Par ailleurs, une partie des sommes prélevées est redistribuée sous forme de prestations. Enfin, l'intervention de l'État ne prend pas nécessairement la forme des prélèvements obligatoires (entreprises publiques, réglementation...).

■ La définition

La politique économique est l'un des aspects de la politique globale d'un gouvernement. Elle est constituée de l'ensemble des moyens mis en œuvre par l'État pour atteindre des objectifs concernant la situation économique. Au sens large, elle inclut la politique sociale, sous le vocable de « politique économique et sociale ».

Dans des économies ultralibérales, il n'y aurait pas de politique économique. De même, dans les économies très centralisées de type collectiviste, le mot n'a pas grand sens non plus car il n'y a qu'un seul décideur politique dans l'économie. À proprement parler, la politique économique suppose donc une économie de marché dans laquelle l'État entend « corriger », même de manière infime, l'évolution spontanée de l'économie, ce qui implique indirectement que la régulation par les marchés est imparfaite et rencontre des limites.

La politique économique est souvent qualifiée soit par le domaine sur lequel elle porte, soit par les instruments qu'elle utilise. Le critère du domaine permet de distinguer les **politiques conjoncturelles** des politiques qualifiées de croissance et de développement, quelquefois, de **politiques structurelles**. Parmi les politiques conjoncturelles, la distinction des politiques peut se faire en fonction soit des instruments utilisés (politique monétaire, politique budgétaire...) ou des objectifs visés. Ce dernier critère permet de dégager le « carré magique » de la politique conjoncturelle, outil pédagogique permettant de mieux appréhender les relations entre la croissance économique et trois autres variables : l'emploi, la stabilité des prix, l'équilibre de la balance des transactions courantes.



Le carré magique

Il s'agit d'une représentation graphique de la situation économique conjoncturelle d'un pays qui s'appuie sur quatre indicateurs : le taux de croissance, le taux de chômage, le taux d'inflation, le solde de la balance des transactions courantes (% du PIB).

Les politiques structurelles, qui visent à adapter, préparer et orienter les structures de l'économie à long terme, sont qualifiées par le secteur ou le domaine sur lequel elles portent : politique agricole, politique industrielle, politique sociale (politique de l'éducation, politique familiale...).

Enfin, on insiste souvent sur la politique macroéconomique mise en œuvre par les administrations publiques centrales sur la base des orientations gouvernementales. Mais les collectivités territoriales peuvent, elles aussi, mettre en œuvre des politiques économiques. En France, la décentralisation a accru le pouvoir d'intervention économique des communes, des départements et des régions. Aux États-Unis, dans les années 80, le désengagement de l'État fédéral sous la présidence de Ronald Reagan a été partiellement compensé par une augmentation de l'intervention économique et sociale des états et des villes.

■ Les objectifs

L'américain Robert Musgrave résume, en 1959, les objectifs de l'intervention économique et sociale de l'État en mettant en évidence trois fonctions :

- **affectation ou allocation des ressources** : cette mission concerne les politiques structurelles. La production ou financement de biens et services collectifs de service, les nationalisations ou les privatisations, l'aménagement du territoire, la politique industrielle sont des actions de l'État qui infléchissent l'allocation des ressources productives qui résulterait du jeu du marché. L'objectif est, en général, de créer des conditions plus favorables à la croissance et au développement économique ;
- **redistribution (transferts entre agents économiques)** : cette fonction concerne toutes les actions relatives à la protection sociale, au versement de revenus de transferts. Ces interventions se justifient par le fait que la répartition des revenus qui résulte du marché (répartition des revenus primaires) est jugée inéquitable. Elles se justifient aussi dans la mesure où la répartition des revenus primaires et la répartition du patrimoine ne permettent pas à certaines catégories de la population de faire face à certains risques. L'intervention de l'État relève alors de son rôle tutélaire et met en évidence la nécessité de justice sociale et d'assistance ;

- **régulation ou stabilisation de l'économie** : ce rôle concerne essentiellement la régulation conjoncturelle de l'activité économique : recherche du plein emploi, de la croissance, de la compétitivité de l'économie nationale, maîtrise de l'inflation... Pourtant, dans la pratique, les politiques conjoncturelles ont souvent des conséquences de longue période. Ainsi, par exemple, la hausse des taux d'intérêt est l'un des moyens de la politique conjoncturelle pour lutter contre l'inflation. Cette hausse accroît le coût des investissements, et rend non rentables ceux dont la rentabilité devient inférieure au taux d'intérêt. Donc la hausse des taux d'intérêt réduit le volume des investissements.

Or, ceux-ci constituent le fondement matériel sur lequel peut s'appuyer la productivité future. Une décision prise pour agir sur la conjoncture peut ainsi avoir des conséquences sur le long terme.

■ Les instruments

Les instruments de la politique économique doivent être cohérents entre eux et avec les objectifs de la politique économique. Deux règles doivent être rappelées à ce propos :

- **la règle de Tinbergen¹ ou principe de cohérence** : une politique économique doit avoir au moins autant d'instruments que d'objectifs (les objectifs doivent être quantifiés, par exemple : 2 % d'inflation, 4 % pour le taux de chômage...) ;
- **la règle de Mundell²** : chaque instrument doit être utilisé pour atteindre l'objectif à l'égard duquel il est relativement le plus efficace (par exemple, certains auteurs considèrent qu'il faut utiliser l'instrument monétaire pour agir sur les prix et l'instrument budgétaire pour agir sur l'emploi).

Les politiques constituant des instruments au regard des objectifs finaux de la politique économique sont nombreuses mais seules certaines sont fréquemment utilisées. D'autres sont moins universelles (ainsi la politique des revenus qui peut s'exprimer par la fixation d'un salaire minimum comme en France), ou désuètes dans certaines circonstances (comme la politique de change pour un membre de la zone euro). Leurs buts sont des objectifs intermédiaires (par exemple, un objectif de taux de croissance de la masse monétaire est un objectif intermédiaire concourant à la réalisation d'un objectif final de la politique monétaire européenne : la stabilité des prix).



La politique budgétaire

Instrument traditionnel de politique économique, la politique budgétaire peut agir sur l'économie, à la fois sur le plan conjoncturel (réglage de la demande globale à court terme) et sur le plan structurel (infrastructures de transport, dépenses d'éducation et de recherche...).

Bien évidemment, les interprétations sur les effets de l'utilisation du budget de l'État comme instrument de politique économique diffèrent suivant la philosophie qui anime les économistes qui les analysent : les néolibéraux y verront rapidement un gaspillage de richesse produite tandis que les keynésiens loueront son action d'entraînement. Une même décision budgétaire peut en effet avoir des effets structurels et conjoncturels parfois contraires (par exemple, des mesures protectionnistes peuvent desserrer la contrainte extérieure à court terme et réduire la compétitivité à long terme).

Elle se traduit par :

- des mesures relatives aux recettes (modification des taux ou de l'assiette d'imposition, création ou suppression d'impôts, dégrèvements fiscaux ou réductions des avantages fiscaux...) ;
- des mesures relatives aux dépenses (augmentation ou diminution des dépenses, modification de la structure des dépenses par fonction ou par ministère, évolution de la répartition entre dépenses de fonctionnement et dépenses d'investissement, aides aux entreprises ou réduction des interventions en leur faveur...) ;
- le choix du sens du solde budgétaire prévisionnel : un déficit budgétaire a, selon la théorie keynésienne, un effet stimulant sur la croissance économique mais peut être inflationniste. Un excédent budgétaire peut permettre de lutter contre l'inflation mais risque d'avoir un effet négatif sur l'emploi.

¹ Économiste néerlandais.

² Économiste canadien.



La politique monétaire

L'objet de la politique monétaire est d'abord de faire en sorte que la quantité de monnaie à la disposition de l'économie soit la plus adéquate possible (pas trop importante pour éviter l'inflation, mais suffisamment pour que le volume des transactions soit assuré sans heurts).

Traditionnellement, l'action peut porter sur la quantité de monnaie mise à la disposition de l'économie et/ou sur le taux d'intérêt. En rendant l'accès au crédit plus ou moins aisé et plus ou moins coûteux, la politique monétaire de l'Europe agit sur l'offre et sur la demande de biens et services.

Par le mécanisme des taux directeurs, la politique monétaire de la Banque Centrale Européenne (BCE) influence toute la gamme des taux pratiqués par les banques, et au-delà ceux du marché financier.

Les autorités monétaires européennes peuvent influencer également le mécanisme de création de monnaie des banques en agissant sur les conditions du refinancement bancaire via, par exemple, le niveau des réserves obligatoires et/ou des interventions sur le marché monétaire, pour fournir ou au contraire retirer de la liquidité aux banques.

La déréglementation financière, la désintermédiation, l'internationalisation des marchés de capitaux avaient rendu plus ardue la conduite des politiques nationales. Pourtant, la paralysie des marchés interbancaires qui a suivi la faillite de la banque américaine Lehman Brothers en septembre 2008 a redonné toute sa pertinence à une action volontariste d'injection de monnaie centrale dans les échanges interbancaires, dans une situation de crise aiguë.

1.3. Les contraintes et les limites

■ Des résultats contrastés

Certaines politiques économiques n'ont guère eu, ces dernières décennies, les résultats escomptés. Ainsi, au Royaume-Uni, les politiques d'inspiration monétariste se sont révélées incapables de contrôler l'offre de monnaie. En effet, celle-ci dépend non seulement des banques centrales mais également du comportement, en matière d'octroi de crédit, des banques commerciales sur lequel les autorités monétaires n'ont qu'une influence indirecte (cf. la politique monétaire).

Ce sont les mêmes désillusions qui sont apparues du côté des politiques de l'offre, dont l'exemple type a été fourni par la politique budgétaire des années 80 de l'administration Reagan aux États-Unis. Suivant les conclusions de l'économiste Arthur Laffer, selon lesquelles « trop d'impôt tue l'impôt » (car il réduit l'incitation au travail), les autorités américaines ont engagé une vaste réforme fiscale se traduisant par une forte réduction des taux d'imposition pour les sociétés et pour les revenus les plus élevés.

Le surcroît d'activité attendu de ces mesures devait, en élargissant l'assiette de l'impôt, maintenir le niveau des recettes fiscales inchangé. Couplée à une relance des dépenses militaires (bouclier spatial anti-missiles), cette politique a déséquilibré, de manière durable, les finances publiques américaines sans que ses effets à long terme sur l'activité aient pu être clairement démontrés. Quant aux mesures de déréglementation du marché du travail, elles se sont traduites par une sensibilité plus grande de l'emploi à la conjoncture (flexibilité) qui va, le plus souvent, de pair avec une précarité accrue et une ouverture croissante de l'éventail des salaires.

■ Des marges de manœuvre limitées

L'ouverture commerciale et surtout financière des économies met en évidence les contraintes qui pèsent désormais sur les politiques économiques. La contrainte extérieure, qui s'assimile traditionnellement à la préservation de l'équilibre à moyen et long terme des échanges courants (compte des transactions courantes), prend une forme beaucoup plus subtile et astreignante lorsque les États ayant choisi de libéraliser tous leurs échanges avec l'extérieur optent pour un système de parités fixes, sans pour autant coordonner leurs politiques économiques.

Le renoncement aux parités fixes n'est pas non plus la panacée pour des économies petites ou moyennes fortement ouvertes sur l'extérieur. La politique monétaire jouit, certes, dans ce contexte, d'une efficacité redoublée : une baisse des taux d'intérêt a pour effet non seulement de soutenir la demande intérieure mais aussi, en dépréciant le taux de change (par les retraits de capitaux étrangers placés localement), de stimuler les exportations. Mais l'incertitude permanente concernant le change perturbe profondément les entreprises dont les décisions d'investissement exigent un minimum de prévisibilité concernant les prix futurs.

Les solutions à ce dilemme passent soit par une union monétaire à l'échelle régionale – chemin sur lequel l'Europe s'est engagée – qui rétablit les marges de manœuvre de la politique monétaire, soit par une coordination systématique des politiques économiques, qui permet de stabiliser les anticipations de change et de prévenir les mouvements spéculatifs. Toutefois, face à la puissance des marchés financiers liés au volume formidable des opérations sur devises, cela risque de se révéler insuffisant. Piégés par les contraintes nouvelles issues du processus de globalisation financière, les gouvernements se sont trouvés progressivement démunis pour lutter contre le chômage. Ils doivent, par conséquent, résister à la tentation du repli et du protectionnisme qui gagne, dans les pays d'industrialisation ancienne, des sociétés rongées par le chômage et la crainte de l'avenir.

Enfin, la mondialisation, la construction européenne et les impératifs de modernisation de l'économie ont conduit l'État, notamment français, à renoncer à certains de ses instruments directifs mais d'efficacité de plus en plus limitée, comme le contrôle des changes, le blocage des prix ou l'encadrement du crédit.

D'autres instruments politiques (comme les règles de concurrence, la politique monétaire ou les barrières douanières) sont confiés à des institutions supranationales (l'Union européenne, la Banque centrale européenne, l'Organisation mondiale du commerce) ou à des autorités administratives indépendantes. En France par exemple, la protection des libertés individuelles face à une société où de plus en plus de données personnelles sont numérisées et stockées, donc facilement accessibles et transférables, est confiée à la Commission Nationale de l'Informatique et des Libertés (CNIL).

2. LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Comme la politique monétaire, la politique budgétaire agit sur la dynamique de croissance, mais à long terme en s'appuyant sur le budget de l'État dont les recettes, après prélèvements en faveur des collectivités territoriales et de l'Union européenne, représentent actuellement, pour la France, près de 20 % du PIB.

En confiant la politique monétaire à une entité supranationale indépendante, l'Union Économique et Monétaire (UEM) a eu pour but de redonner une certaine marge de manœuvre à chacun des États membres, dans la conduite de sa politique budgétaire nationale.

Concernant le budget, celui-ci est à l'origine d'une part non négligeable de l'activité des banques via les achats de titres d'État et leur usage comme nantissement dans certaines opérations monétaires. Mais le budget exerce aussi une influence indirecte sur les cycles d'affaires à travers les flux fiscaux et les taux longs.

Jusqu'en 30, l'aspect formaliste du budget constituait « la science des finances ». Le budget est effectivement enserré dans une réglementation juridique qui a pour objet d'assurer le contrôle du Parlement sur le Gouvernement, et de celui-ci, notamment du ministère des Finances, sur l'Administration. Le budget est composé de l'ensemble des dépenses et recettes annuelles de l'État.

2.1. Le budget

2.1.1. Les recettes publiques

Elles sont constituées des impôts (près de 90 % des recettes), des recettes non fiscales (produits du domaine, bénéfices des entreprises nationales...) et des emprunts publics qui constituent une catégorie particulière spéciale puisque l'État devra les rembourser à l'échéance.

Les recettes publiques peuvent être utilisées comme instrument de politique conjoncturelle.

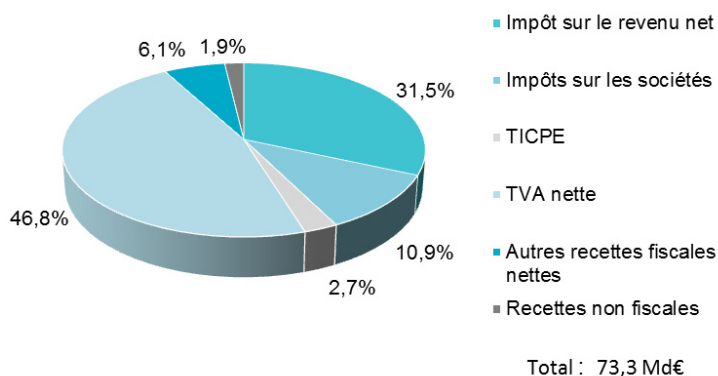
En effet, l'émission d'emprunts publics constitue, en premier lieu, s'ils sont souscrits par des agents non financiers, une ponction sur les ressources affectées à la consommation des ménages (il faut néanmoins noter que, destiné à couvrir une partie des dépenses de l'État, l'emprunt public permet à celui-ci de dépenser davantage). La mobilisation d'une fraction de l'épargne nationale constitue le seul moyen de financement régulier du budget et ne comportant pas de danger inflationniste.

En second lieu, les impôts jouent un rôle non négligeable dans la régulation de l'activité économique. Leur accroissement réduit le revenu disponible et donc la possibilité de consommer. Si la baisse de l'impôt sur les sociétés a peu d'effets sur l'activité, les déductions fiscales pour investissement peuvent stimuler la demande d'équipements des entreprises.

De même, les recettes publiques peuvent être collectées en fonction de considérations sociales et utilisées comme instrument de redistribution des revenus.

Tout d'abord, la taxation différenciée suivant l'origine des ressources peut être basée sur des objectifs sociaux. On distingue ainsi trois catégories de revenus : ceux du capital (intérêts, loyers...), ceux du travail (salaires et traitements) et les revenus mixtes (revenus des commerçants, artisans et industriels, des professions libérales ou agricoles). Ces revenus peuvent être taxés plus ou moins lourdement en fonction de la peine éprouvée par le contribuable pour les acquérir. Ensuite, la progressivité des barèmes de l'impôt sur le revenu et, en France, les règles du quotient familial, jouent un rôle important dans la redistribution des revenus.

Cumul des recettes nettes à fin mars 2015

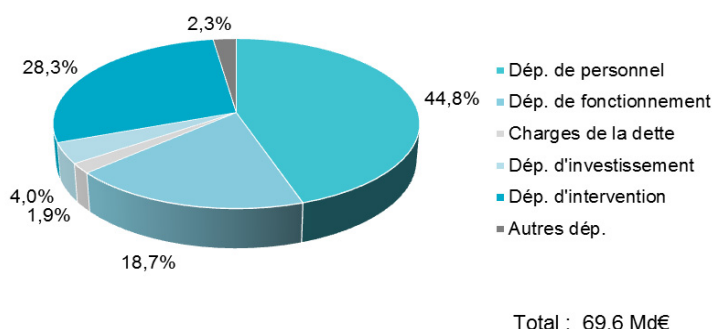


Source « site ministère de l'économie et des finances », www.performance-publique.gouv.fr

Les dépenses publiques

Les dépenses publiques peuvent concourir à la croissance économique, en particulier lorsqu'elles sont affectées à un objet précis (aides à la sidérurgie dans les années 70 en France, dépenses d'infrastructures et d'équipements publics). Elles peuvent également assurer les conditions de la croissance à long terme lorsque celle-ci nécessite un progrès technique et/ou une main d'œuvre convenablement formée. À cet égard, le budget de la Recherche (fondamentale ou appliquée) ainsi que celui de l'Éducation sont essentiels.

Cumul des dépenses à fin mars 2015



Dans le même temps, l'ensemble des dépenses, que celles-ci aient ou non un objectif spécifiquement économique, ont un impact sur les principaux agrégats.

En effet, elles créent des flux matériels et impliquent toujours des flux monétaires. Ainsi, la consommation est stimulée par l'abaissement des taxes sur la consommation et de l'impôt sur le revenu. L'élévation du niveau de ces contributions produit l'effet inverse. C'est notamment le cas par exemple pour les dépenses des fonctionnaires dont les traitements ont été augmentés ou celles des salariés qui travaillent dans les secteurs où se portent les commandes des administrations. Ainsi, la hausse des revenus qui se diffuse de proche en proche constitue un soutien à la production nationale.

Les dépenses publiques peuvent être un instrument de politique sociale.

Les exemples sont particulièrement nombreux en la matière (aides aux personnes âgées, aux familles aux revenus modestes, aux handicapés...).

La différence entre dépenses définitives et recettes définitives définit le déficit budgétaire. Ce dernier n'est pas la seule composante du déficit des finances publiques : les collectivités locales, les organismes de sécurité sociale disposent, en effet, de budgets propres. Le besoin de financement des administrations agrège, en fait, l'ensemble des différents soldes budgétaires.

Il reste important de souligner cependant que l'orthodoxie budgétaire implique que les dépenses de fonctionnement soient financées par des recettes définitives, principalement d'origine fiscale et que l'emprunt, avant même tout débat théorique, ne devrait s'appliquer qu'à des dépenses générant les ressources permettant son remboursement.

2.1.2. Le débat théorique

Exerçant une influence directe sur l'offre et sur la demande, l'action des pouvoirs publics vise principalement à la réalisation du « carré magique » (plein emploi, stabilité des prix, équilibre extérieur courant et croissance économique). Les moyens pour y parvenir, cependant, diffèrent radicalement selon les choix idéologiques. Les tenants de l'école néolibérale font reposer la concrétisation de cet objectif sur l'initiative individuelle, l'État se contentant d'édicter les règles du jeu et de se poser en arbitre. À l'opposé, les adeptes de « l'État providence » accordent à ce dernier un rôle d'acteur majeur dans la vie économique qui peut prendre la forme extrême de la prise en charge éventuelle d'activités industrielles, commerciales ou de services précédemment dévolues au secteur privé.

Si la théorie néolibérale ne conteste pas la nécessité de toute dépense publique, que ce soit pour assurer les fonctions de « l'État gendarme » (sécurité et ordre public, justice, diplomatie, réglementation des marchés...), voire pour corriger la myopie du marché ou financer certaines dépenses sociales (éducation, santé...), les économistes qui la prônent estiment que ces dépenses doivent rester les plus faibles possibles et ne pas entraîner de déficit budgétaire. C'est le principe de la neutralité budgétaire. En effet, si l'équilibre budgétaire est maintenu, l'État ne sera pas conduit à accroître la monnaie en circulation, source d'inflation selon les monétaristes, ni à emprunter les capitaux qui lui font défaut, contrariant, de ce fait, le financement des investissements privés (effet d'éviction). À un niveau plus général, ces économistes émettent les plus vives réserves quant au développement de « l'État providence », accusé de décourager les initiatives privées (par une fiscalité excessive, en substituant à l'esprit de responsabilité individuelle une attente d'assistance), de fausser le jeu naturel du marché et d'entretenir un déficit permanent. Ainsi, jusqu'à la crise de 1929, le budget de l'État a ainsi été considéré comme un simple moyen de couvrir les dépenses nécessaires au fonctionnement strictement administratif.

Les économistes keynésiens ont vigoureusement contesté cette approche. Pour eux, le libre jeu du marché ne conduit pas nécessairement à l'équilibre, ni automatiquement au plein emploi. Dans ces conditions, l'intervention de l'État, en particulier grâce à son budget, peut être nécessaire pour relancer l'activité économique.

Ainsi, en cas de récession et sous certaines conditions, l'État doit accroître ses dépenses et/ou réduire les impôts, quitte à provoquer un déficit budgétaire qui devra, en toute logique, être financé par une création de monnaie. Disposant alors davantage de ressources, les agents économiques vont accroître leurs dépenses, stimulant production et emploi (mécanisme du multiplicateur). De surcroît, l'intervention budgétaire de l'État paraît nécessaire pour réduire les inégalités socio-économiques ou pour mettre en œuvre des politiques sectorielles actives. À partir du krach boursier d'octobre 1929, de nombreux gouvernements ont accru leurs dépenses publiques afin de relancer l'activité économique, l'action la plus spectaculaire étant celle du Président Roosevelt, aux États-Unis, et la politique du « *New Deal* » (politique de « grands travaux » en 1933-1934).

2.2. Les aspects économiques, monétaires et financiers

2.2.1. Les aspects économiques (ou les effets conjoncturels du budget)

L'impact sur l'offre et la demande : par le jeu des recettes et des dépenses, l'exécution du budget affecte directement la demande finale, tant en volume qu'en structure. Les diverses possibilités de construire un budget, à montant identique, c'est-à-dire à masses budgétaires égales, donnent toutefois des résultats différents tant sur le revenu national que sur les échanges extérieurs.

Sur le revenu national, la dualité des résultats est inhérente à :

- l'existence de multiplicateurs différents entre les divers types de dépenses et de recettes, mais surtout en raison d'un multiplicateur de dépenses plus élevé que le multiplicateur de recettes ;
- l'existence de stabilisateurs automatiques qui atténuent les effets des multiplicateurs, le plus important étant celui des recettes fiscales. En effet, une hausse du revenu national alimentée, par exemple, par un déficit budgétaire prévisionnel sera freinée par l'augmentation des impôts des agents bénéficiaires de ce revenu supplémentaire qui atténuera en définitive le découvert. De manière identique, l'effet de stabilisation s'exerce du côté des dépenses, le stabilisateur prenant la forme, dans les deux cas, d'un coefficient qui s'ajoute au dénominateur des deux multiplicateurs.

Sur les échanges extérieurs, l'impact des mesures de stimulation de la demande par un surplus de dépenses publiques tend à devenir aléatoire dès lors que les échanges sont, de manière croissante, réalisés avec l'extérieur. De fait, hormis les cas où la dépense peut être directement affectée à l'offre nationale, une fraction du surplus de revenu se portera sur les biens importés.

Il apparaît ainsi qu'une politique de relance, pratiquée de surcroît de manière unilatérale ou isolée, pèse mécaniquement sur le volume des importations, l'importance du déficit commercial étant étroitement fonction de la nature de la dépense mais surtout de la catégorie d'agent économique concerné.

L'impact sur les prix : de manière sans doute moins visible mais tout aussi réelle, la politique budgétaire exerce une influence sur le niveau des prix, en particulier à travers les impôts sur la dépense, dont la répercussion est directe, à la hausse comme à la baisse, et par le biais de l'impôt sur le revenu des entreprises. L'exemple français des dernières années du XX^e siècle montre que les baisses successives de Taxe à la Valeur Ajoutée (TVA) et de l'Impôt sur les Sociétés (IS) ont largement contribué à la désinflation.

2.2.2. Les aspects monétaires

Si la politique budgétaire est centrée, *a priori* et dans la plupart des pays, sur les questions d'ordre économique et social, le budget, par ses masses et sa structure, a des conséquences mais également des objectifs de nature monétaire et financière.

■ Les incidences du solde budgétaire sur la masse monétaire

D'une manière générale, un déficit budgétaire aura tendance à augmenter la quantité de moyens de paiement et à tirer les taux d'intérêt à la hausse, un excédent budgétaire exerçant en revanche un effet mécanique à la diminution de la masse monétaire et des conditions favorables à une baisse des taux.

■ Les incidences des modalités de couverture du solde sur la masse monétaire

Le déficit du budget peut être financé selon des modalités très différentes, qui recyclent l'épargne à toutes sortes d'échéances, voire sont créatrices de masse monétaire s'il s'agit d'un crédit sec de la part d'une banque qui alimente ainsi ses propres portefeuilles de titres.

On distingue les financements à court, moyen et long terme. Par exemple, en France, on peut notamment citer le Bon à Taux Fixe (BTF) à intérêts précomptés, le Bon à Taux Annuel Normalisé (BTAN) sur 2 ans ou 5 ans, l'Obligation Assimilable du Trésor (OAT) de 10 ans à 50 ans. Lorsque l'épargne domestique ne suffit pas, le financement peut se faire en sollicitant l'épargne extérieure des non-résidents. En France, il s'agit de solliciter d'abord le marché de l'euro international, pour éviter tout risque de change, comme les États-Unis financent leur déficit budgétaire en faisant appel aux dollars internationaux (réserves officielles en dollars américains de la Chine, de la Russie, du Japon, des pays exportateurs de pétrole...).

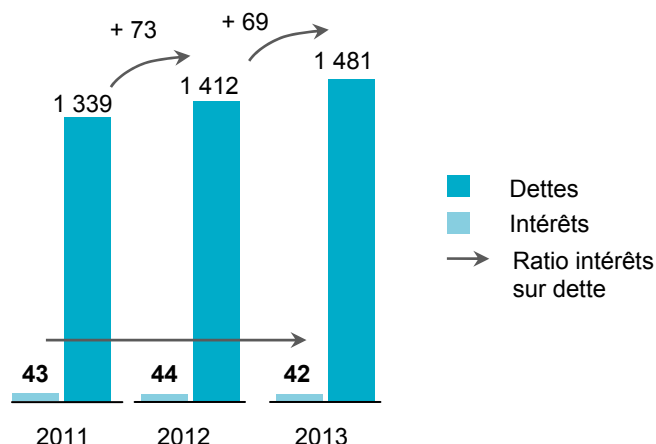
2.2.3. Les aspects financiers

Parmi les divers aspects financiers que recouvrent le budget et son financement, deux éléments paraissent devoir être privilégiés : le poids du service de la dette publique et l'éventuel effet d'éviction à l'égard des autres émetteurs.

■ Le service de la dette

Sans entrer dans l'origine et les raisons des différents déficits enregistrés en France depuis 1974, force est de constater que l'État français, à l'instar des entreprises, a subi un effet de levier négatif. À partir de 1980, la persistance de taux d'intérêt réels élevés et supérieurs, tant au taux de croissance en volume du produit intérieur brut qu'à celui des entrées fiscales, a creusé mécaniquement le déficit. À défaut d'une maîtrise du prix (taux d'intérêt), c'est à une action sur les masses qu'il faudrait procéder, mais le ralentissement de la croissance qui a précédé l'entrée en récession en 2009 sous l'effet de la crise mondiale a bouleversé toutes les hypothèses.

Coût de financement (Md€)



Le ratio intérêts sur dette

Les intérêts financiers diminuent de 1,2 Md€. Ils constituent une charge annuelle correspondant à 2,9 % de la dette (contre 3,1 % en 2012).

Cette baisse intervient dans un contexte de croissance de l'encours de dette financière (+ 69,1 Md€) qui atteint 1 481,3 Md€, et de taux moyens pondérés 2013 restés à des niveaux historiquement bas (3,12 % pour l'encours à moyen et long terme, 0,06 % pour les émissions à court terme).

Source : www.performance-publique.gouv.fr

■ L'effet d'éviction

Bien que les émissions publiques aient représenté, en 1991, près de 40 % des émissions brutes sur le marché obligataire et environ le tiers des émissions de titres de créances négociables, il est difficile de parler aujourd'hui d'effet d'éviction « des autres émetteurs nationaux » comme on a pu le voir au début des années 80.

L'explosion de la gestion collective par le canal des Organismes de Placements Collectifs en Valeurs Mobilières (OPCVM) constitue effectivement un important gisement de demande de titres. L'encours des certificats de dépôt émis par les banques montre bien qu'il n'y a pas eu, à cet égard, effet d'éviction. En d'autres termes, les émetteurs privés n'ont pas rencontré de difficultés pour le placement de leurs émissions. Par ailleurs, la modernisation et la plus grande liquidité du marché de la dette publique, avec en particulier l'assimilation des obligations (obligations assimilées du Trésor, ou OAT), ont favorisé les souscriptions des non-résidents.

Cela étant, la dégradation des finances publiques dans la plupart des pays de l'Organisation de Coopération et de Développement Économique (OCDE) suggère que le faux problème d'éviction interne fait place à un vrai problème d'éviction au plan international, cette fois au détriment de l'hémisphère sud.

D'un recyclage des excédents de l'épargne du nord vers le sud, puis des pays de l'Organisation des Pays Exportateurs de Pétrole (OPEP) vers les Pays En Développement (PED) par le canal des banques occidentales (recyclage sud-sud), on assiste actuellement d'une part à un recyclage nord-nord et d'autre part à des transferts d'épargne des pays du sud vers le nord, essentiellement pour des raisons de sécurité des placements. Ces phénomènes laissent entière la question des volumes et des modalités de financement des pays les moins avancés.

3. LA DETTE PUBLIQUE

3.1. L'origine et la définition

3.1.1. Quelle politique ?

Juridiquement, le budget de l'État est un acte législatif contenant le tableau des recettes et des dépenses prévues pour une période déterminée, en général une année. En fonction du niveau des recettes fiscales, inférieures, supérieures ou égales aux dépenses gouvernementales, le budget de l'État est dit en déficit, en surplus ou en équilibre pour l'année considérée.

Dans les deux premiers cas, une augmentation ou une diminution (par remboursement anticipé) des emprunts assure respectivement la différence. À des fins de comparaison dans le temps et entre pays, le déficit budgétaire est souvent rapporté au PIB de la même année et est exprimé en pourcentage.

La question se pose de savoir si les pouvoirs publics doivent se fixer une ligne de conduite : équilibrer le budget, chercher à réaliser des surplus budgétaires ou tolérer les déficits dans une certaine mesure ? Les opinions ont beaucoup évolué sur ce sujet au cours du siècle écoulé.

La thèse de l'équilibre des finances publiques, encore aujourd'hui la plus répandue dans l'opinion populaire, était très en vogue au XIX^e siècle. Elle est notamment plébiscitée en raison de l'analogie qu'il est tentant d'établir entre l'agent économique « État » et les agents privés au sein de nos systèmes d'économie mixte. Dans une économie concurrentielle en effet, l'égalité (ou l'infériorité) des dépenses par rapport aux recettes est liée à la survie, sinon au succès des agents privés. Pourquoi n'en serait-il pas de même pour l'État ? D'où l'exigence d'équilibre du budget dont la réalisation est rendue contrôlable par la règle de l'annualité (le budget ne peut concerner les recettes et dépenses que d'une seule année et doit donc être soumis sous cette forme au vote du Parlement).

Après la Première Guerre mondiale, l'équilibre annuel a été perçu comme relevant d'une optique de court terme, souvent incompatible avec les fluctuations de l'activité économique. Ainsi, certaines nations ont envisagé un budget cyclique : durant les périodes de dépression où l'activité économique est ralentie, et où les recettes fiscales sont faibles, un large déficit est admis, s'il est compensé durant les périodes d'expansion par des surplus fiscaux.

Mais cette alternance de situations favorables et défavorables conduisant à un équilibre budgétaire en moyenne sur des périodes de 5 à 10 ans fut à son tour critiquée. Deux difficultés d'application ont en effet surgi. D'une part, les lenteurs administratives ne permettent pas toujours une adaptation suffisamment rapide du niveau des dépenses et des impôts à celui de l'activité économique globale ; d'autre part, la création de surplus en période de prospérité, par réduction des dépenses ou augmentation des impôts, se révèle beaucoup plus difficile à réaliser, politiquement, que l'acceptation de déficits en période de dépression.

Plus fondamentalement, dans la mesure où l'État considère le budget comme un instrument de politique économique destiné à permettre la réalisation de ses objectifs : plein emploi, croissance, stabilité des prix..., l'équilibre budgétaire ne doit-il pas être définitivement sacrifié à court et à long terme ? En fait, les pouvoirs publics ont plébiscité cette attitude, inspirés, pour une part, par les idées macroéconomiques d'origine keynésiennes qui prônaient le recours systématique à « l'État providence » pour prendre en charge les problèmes de la société. Ils ont permis, surtout depuis la Seconde Guerre mondiale jusqu'aux années 80, le développement de déficits budgétaires parfois très importants aussi bien aux États-Unis qu'en Europe.

3.1.2. Les contraintes de gestion de Maastricht

Les conceptions ont changé dans les années 90. Alors qu'une ambiguïté dans la pratique de l'approche néolibérale a pu un moment être observée aux États-Unis (désengagement de l'État mais application dissymétrique : impôts réduits mais dépenses, notamment militaires, accrues), en Europe, les signataires du traité de Maastricht (1992) se sont imposés une autre ligne de conduite qui doit donc être respectée par chacun des 16 membres de la zone euro :

- le déficit budgétaire d'aucun État de l'Union européenne ne doit dépasser 3 % de son PIB. Aujourd'hui, dès qu'ils admettent un surcroît de dépenses par rapport aux recettes, les États doivent financer ce déficit par la voie de l'emprunt, auprès des agents économiques privés, nationaux ou étrangers. À cet égard, la dette publique d'une nation, à une certaine date, est composée de la totalité des emprunts non encore remboursés. Les titres les plus utilisés en France pour ce financement sont les obligations d'État pour les emprunts à long terme et les bons du Trésor pour les emprunts de court terme ;
- par le même traité, les États membres de l'Union européenne se sont engagés à prendre des mesures de politique économique nécessaires pour que leur dette publique nationale ne dépasse pas 60 % de leur PIB.

3.1.3. Le cas français

La dette de l'État français est passée de 64 milliards d'euros en 1980 (14,9 % du PIB) à près de 2037,8 milliards d'euros en 2014 (95 % du PIB). Depuis près de trente ans, le budget de l'État est, chaque année, en déficit et l'endettement de l'État augmente plus vite que son PIB. Ces chiffres ne tiennent pas compte de la dette implicite résultant des déséquilibres à venir des régimes publics de retraite par répartition ni même de la charge des retraites des fonctionnaires.

Celle-ci n'est pas comptabilisée car d'une part, elle n'est pas encore matérialisée et d'autre part, son montant dépendra des réformes à venir des régimes de retraite. Cette dette non prise en compte aujourd'hui devrait néanmoins peser lourdement sur les finances publiques. Les engagements hors bilan de l'État concernant la retraite des fonctionnaires s'élevaient à 1 302 Mds d'euros au 31 décembre 2013.

Mais comment en est-on arrivé là ? Chaque année, l'accroissement de la dette correspond au déficit public à financer. Cette accumulation témoigne de la difficulté des différents gouvernements à régler leurs dépenses en période de faible croissance. Mais cette dynamique est également auto-entretenu : même si le budget est équilibré, l'État doit emprunter pour faire face aux remboursements du capital et le cas échéant aux paiements des intérêts de la dette. Pour stabiliser le montant de la dette, il faut donc que le budget primaire hors service de la dette dégager un excédent équivalent à cette charge. De surcroît, en raison de la baisse des taux d'intérêt enregistrée ces dernières années, la charge de la dette s'est stabilisée malgré l'augmentation de son volume. Or, dans un contexte de renchérissement du loyer de l'argent, l'effet volume pourrait s'accroître. L'impact sur la charge de la dette serait différé dans un premier temps (l'endettement à court terme ne représente environ qu'un dixième de celle-ci), mais il se fera sentir si la hausse persiste.

Il convient pourtant de ne pas dramatiser le risque d'insolvabilité de l'État : contrairement aux ménages, qui doivent rembourser leurs dettes sous peine de voir leur héritage amputé ou une décision de faillite personnelle prononcée à leur encontre, la continuité de l'État lui permet, en théorie, d'être perpétuellement endetté. Par ailleurs, le maintien d'un socle minimal de titres de dette publique est nécessaire au bon fonctionnement des marchés financiers modernes.

3.2. La croissance de la dette publique est-elle un problème ?

La première réflexion que suggèrent ces chiffres est qu'un taux élevé d'endettement public n'est manifestement pas incompatible avec de hauts niveaux de vie. Peut-on aller plus loin, et affirmer que la dette joue un rôle moteur dans le développement de cette prospérité ou y a-t-il, au contraire, des raisons de dire qu'elle constitue un frein à celle-ci ?

■ Le déficit : une arme à double tranchant

Intrinsèquement, la dette publique est justifiée d'un point de vue économique. Comme les entreprises, l'État contracte des emprunts pour financer ses investissements qui engendreront une croissance future. Il peut également s'endetter, en période de basse conjoncture, pour suppléer une dépense privée atone afin d'atténuer les fluctuations cycliques de l'économie.

Mais l'endettement public, qui vise au départ à multiplier l'impact économique du budget, peut, *in fine*, en limiter les marges de manœuvre lorsque son coût absorbe une part croissante des dépenses publiques. En France, le service de la dette représente aujourd'hui, comme on l'a vu, près de 15 % du budget de l'État contre 6 % en 1983. Autant de ressources financières qui ne sont pas investies, notamment dans la production de services publics.

■ La question des générations futures

La dette publique est souvent appréhendée comme un fardeau pour les générations futures. L'idée est discutable puisque l'État n'a jamais, à proprement parler, à rembourser ses emprunts : tant qu'il trouve prêteur, il en émet de nouveaux à la place de ceux arrivés à échéance. Cependant, l'endettement organise une redistribution de richesse des contribuables vers les détenteurs de la dette de l'État : une part croissante de l'impôt sert à verser des revenus financiers rémunérant les investisseurs français et étrangers (la moitié de la dette de l'État est détenue par des non-résidents).

L'endettement des administrations publiques entraîne donc surtout une redistribution à rebours : en provenance de tous les contribuables, y compris les plus modestes, à travers la taxe sur la valeur ajoutée (TVA), qu'ils paient dès le premier euro sur leurs achats les plus indispensables, à destination des détenteurs de la dette publique, qui *in fine* sont essentiellement les ménages les plus fortunés : ceux qui ont placé leur épargne sur les marchés financiers, notamment sous forme de bons du Trésor (en excluant les achats des non-résidents).

Or, une telle redistribution peut influencer sur le niveau de revenu national, d'abord parce que les plus modestes ont forcément une propension marginale à consommer plus élevée. Par ailleurs, si un individu subit un impôt supplémentaire sur son revenu pour payer les intérêts de son prêt à l'État, il sera tenté de moins travailler car il réduirait ainsi sa charge fiscale tout en maintenant inchangé le revenu de ses fonds d'État.

Et si l'ensemble de la population active agit de la sorte, le revenu national baissera et l'État devra relever encore davantage les taux d'imposition pour pouvoir acquitter la charge des intérêts. Cet effet d'offre négatif est encouru, non par les générations futures, mais par la génération présente qui voit baisser le niveau de son propre revenu national.

Ainsi, la dette n'impose pas de charge réelle directe aux générations futures. Mais les impôts qu'elle requiert pour en assumer la charge ont l'effet déflationniste de tout impôt, d'autant plus important que les bénéficiaires sont non-résidents. Les remboursements et les paiements d'intérêt ne sont que des transferts financiers entre agents économiques.

Dès lors, peut-on affirmer que la dette publique exonère les générations à venir d'une charge ? La réponse est délicate. Elle peut être négative si cet endettement a financé des dépenses de consommation courante ou si la charge de la dette freine la croissance économique. Elle peut être positive, si les emprunts ont financé des dépenses d'éducation, de santé, d'infrastructures ou d'équipements collectifs dont profiteront les générations à venir ou bien des dépenses de nature à soutenir la croissance. Il découle assez logiquement de ces réponses intuitives l'idée d'une « règle d'or », que l'on retrouve dans la loi constitutionnelle allemande et dans la comptabilité des collectivités territoriales en France, et qui consiste à ne pouvoir financer par endettement que des investissements.

3.3. De la rigidité des critères de Maastricht

Enfin, la dynamique de la dette dépend aussi du contexte macroéconomique. Cette absence de prise en compte de l'environnement était le principal reproche adressé au Pacte de stabilité et de croissance. Le plafonnement du déficit budgétaire et de la dette publique s'impose à tous les États membres de l'Union européenne, quelles que soient leur niveau dans le cycle de croissance et les conditions économiques du pays. Or, si la réforme récente de l'Accord conserve ces mêmes critères, elle ouvre la voie à une plus grande souplesse d'application à court terme.

La prise en compte de la qualité des dépenses publiques devrait désormais tempérer la rigidité de la règle de plafonnement du déficit. Des circonstances atténuantes ont été ainsi instituées en cas de dépassement. Il en est ainsi des dépenses contribuant à l'unification de l'Europe (concession faite à l'Allemagne dont la réunification a longtemps grevé le budget), celles liées à la stratégie de Lisbonne (afin de sortir du calcul du déficit les crédits alloués à la recherche et à l'innovation), celles favorisant des objectifs politiques européens (concession faite à la France et à ses dépenses militaires) ou encore celles qui concourent à la solidarité internationale (aide au développement et aux contributions nettes au budget communautaire).

Il faut enfin rappeler la possibilité de s'affranchir des règles concernant les finances publiques dans des circonstances exceptionnelles qui sont celles de la crise qui a atteint les rives de l'Europe continentale à la mi-2008. *In fine*, la liste est suffisamment ouverte pour faire perdre beaucoup de sa rigueur à la règle des 3 % et marginaliser les procédures de sanctions prévues en cas de dépassement.

La Commission européenne devrait, en revanche, mettre davantage l'accent sur le plafond de la dette publique, plus pertinent à moyen terme dès lors qu'une reprise serait amorcée. Les exigences communautaires pourraient même être durcies par la prise en considération des engagements « hors-bilan » des États, que constitue notamment le financement des systèmes de retraite. Si une parenthèse temporaire a été ouverte sur le strict respect des critères de la zone euro, il est certain qu'à terme aucun État de la zone ne sera dispensé d'un effort de maîtrise de l'évolution de sa dette.

3.4. La longue durée des dettes publiques : l'Europe et les autres

Les dettes publiques sont un sujet de préoccupation pour les économies occidentales depuis le début des années 80 et plus encore en Europe depuis le début de 2010.

3.4.1. La lente affirmation de la dette publique

■ Les premiers endettements publics



Éclairage historique

Les premiers endettements publics durables apparaissent dans les cités italiennes du Moyen Âge.

Le coût élevé des guerres et la difficulté d'augmenter les impôts incitent ces cités, dès le ^{xvii}^e siècle, à procéder à des emprunts de long terme, parfois forcés. Diverses techniques se diffusent dans l'ensemble des monarchies européennes, qui recourent massivement à l'emprunt public, surtout à partir du ^{xvii}^e siècle, pour financer la guerre et, dans une moindre mesure, la construction de l'État. Différents modèles de finances publiques sont inventés.

Si l'Europe moderne se construit autour de la dette publique, il existe cependant des exemples d'États développés qui ne l'ont jamais connue. Elle n'a sans doute jamais existé dans l'Antiquité, Rome constituant un cas extrême de refus presque systématique de l'emprunt public, hormis lors de rares situations de défaite ou de guerre civile. La Chine impériale est un autre exemple intéressant d'absence de dette publique, ou du moins de faible dette.

Autre exemple, la dette publique américaine jusqu'à la guerre de Sécession (1861-1865) s'est également maintenue à un très bas niveau : jamais plus de 3 % du Produit National Brut (PNB) entre 1838 et 1861. La raison est ici autant économique (les excédents budgétaires s'accumulent) que politique, l'idéal américain étant alors d'avoir une dette quasi nulle, limitant au strict minimum les interventions de nature fédérale sur le marché des capitaux privés.

■ La rente du xix^e siècle

Au xix^e siècle, les États se renforcent et gèrent mieux les finances publiques ; ils assument désormais pleinement le remboursement de leur dette. Après une période difficile de liquidation des dettes issues des guerres révolutionnaires et napoléoniennes, le poids de la dette publique est en constante diminution entre 1815 et 1914. Les raisons sont multiples : les épisodes guerriers sont moins nombreux et surtout moins coûteux, l'enrichissement continu des sociétés occidentales favorise la formation de l'épargne et multiplie le nombre des rentiers désireux d'acheter des titres émis par l'État, d'autant que les placements alternatifs (marché d'actions) sont peu nombreux avant la fin du siècle.

On peut ainsi considérer le xix^e siècle européen comme le siècle du rentier public : la baisse des prix valorise d'autant son capital et il est certain désormais de la perpétuité de l'État et donc de son souci de respecter la parole donnée.

La rente publique, sur laquelle portent la majorité des transactions boursières, devient donc l'actif sans risque par excellence. L'internationalisation des marchés financiers, à la fin du XIX^e siècle, sous l'impulsion de la City londonienne, permet celle des dettes nationales. Nombreux sont ainsi les pays qui recourent aux services des banques des pays disposant d'épargne abondante (France, Angleterre) pour satisfaire les gros besoins de financement suscités par la construction de jeunes États-nations (infrastructures, armée, etc.), en particulier en Amérique latine mais aussi en Europe centrale et méditerranéenne.

■ Le tournant du xx^e siècle

La guerre est le facteur d'endettement primordial au xx^e siècle. Son coût a pourtant souvent été payé par ce qui ressemble à des défauts partiels. Ainsi, la plus grande partie des dettes de la Première Guerre mondiale a été supprimée par l'hyperinflation en Allemagne et en Autriche ou par la forte dévaluation de Poincaré (1928) en France. Aux États-Unis, la dette nationale atteint des sommets lors des deux conflits mondiaux, mais elle est absorbée sans grande difficulté grâce à une économie de guerre organisée autour d'un État doté de très larges pouvoirs. La Seconde Guerre mondiale est financée par des emprunts à très faibles taux d'intérêt. Dans l'immédiat après-guerre, des taux réels négatifs, associés à une forte croissance de l'économie, permettent aux États-Unis de réduire très rapidement le niveau de leur endettement.

La période qui va de l'après-guerre au début des années 80 tient son originalité du fait que, pour la première fois, une dette publique importante, mais aisément financée grâce à la croissance soutenue et à l'inflation, est contractée pour des dépenses civiles. Elle sert à construire de grands équipements.



Éclairage historique

À partir des années 60, le *deficit spending* devient un instrument de politique économique pour favoriser le plein-emploi.

Dans les années 70, les États se trouvent chargés de nouvelles responsabilités, en particulier la mise en place de systèmes assurantiels de plus en plus étendus, pour le financement desquels la dette publique tient rapidement un rôle important.



Les années 80 marquent l'entrée dans un régime permanent de dettes, avec une augmentation continue des taux d'endettement, qui passent en 25 ans, dans la zone euro, de 20-30 % à plus de 70 % du produit intérieur brut (PIB).

La cause en est le ralentissement de la croissance, alors que les taux d'intérêt ont fortement augmenté à partir de 1978 sous l'impulsion de la *Federal Reserve* américaine. Dans le même temps, les dépenses publiques se maintiennent à des niveaux très élevés, du fait, dans l'Amérique de Ronald Reagan, de la politique de baisse des impôts et de la « guerre des étoiles », ce dernier avatar de la guerre froide se révélant paradoxalement plus coûteux que la Seconde Guerre mondiale...

À partir de la fin des années 90 et dans les années 2000, les bonnes performances économiques réduisent fortement l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance, ce qui permet aux États de stabiliser, voire de diminuer, leur taux d'endettement. Situation provisoire, puisque le retour à une croissance faible et surtout l'intervention publique massive lors de la crise financière de 2008-2009 pour transférer aux États des dettes privées insoutenables ont conduit à des taux d'endettement inconnus jusqu'alors en période de paix. L'originalité de la situation actuelle, aux États-Unis et plus encore en Europe, tient au fait que le choc provoqué par un endettement continu depuis le début des années 80, fortement aggravé par la crise actuelle, est assimilable par son ampleur à celui engendré par un conflit militaire. Mais pour y faire face, les gouvernements ne disposent ni des moyens, ni de la légitimité des États en temps de guerre, comme le montre cruellement aujourd'hui la trop fragile gouvernance européenne.

3.4.2. Économie politique et dette publique

Une approche prudente de la dette s'établit dans la seconde moitié du XIX^e siècle, perdurant jusqu'à la Première Guerre mondiale, et dont la caractéristique est de ne guère différencier la gestion des dettes de l'État et celle des dettes des particuliers.

La guerre de 1914-1918 constitue une rupture, conduisant à la fois à une intervention massive de l'État dans le domaine économique et à une augmentation considérable de sa dette. Par ailleurs, la crise de 1929 met à mal une vision économiquement « neutre » de l'État comme celle qui sous-tend l'approche classique, que ce soit du point de vue d'une pragmatique économique comme le *New Deal* ou de la théorie telle que l'illustre l'œuvre de Keynes. Avec sa *Théorie générale*, ce dernier est le premier à insérer le déficit budgétaire, et donc la dette publique, dans une analyse macroéconomique. L'idée centrale est qu'en période de dépression, la dépense publique est une arme efficace pour accroître l'activité et revenir au plein-emploi, assurant ainsi à terme le financement de la dette publique qui ne pèsera donc pas sur les générations futures.

Toutefois, nombreux sont par la suite les économistes américains qui mettent en doute le bien-fondé des politiques keynésiennes. Le débat est très intense dans les deux décennies qui suivent, stimulé par la croissance désormais continue des déficits publics des deux côtés de l'Atlantique.

3.4.3. L'Europe et les autres



Éclairage historique

L'histoire démontre avec force que le facteur principal pour la création et la pérennité de la dette publique est la guerre.

■ Les États-Unis

L'exemple des États-Unis au XX^e siècle est à cet égard très probant. Que l'on considère le poids de la dette publique rapporté au PIB ou, plus judicieusement, le ratio du service de la dette sur le PIB, les moments de fort alourdissement de l'endettement national correspondent toujours à des épisodes guerriers majeurs :

- la guerre de Sécession (1861-1865) ;
- les deux guerres mondiales ;
- la « guerre des étoiles » menée par Ronald Reagan.

■ L'Europe

L'exemple le plus spectaculaire est cependant celui de l'Europe, dont l'histoire, plus que celle de tout autre continent, est marquée par la guerre continuelle entre des États dont aucun ne réussit à prendre durablement l'ascendant sur les autres.

Si **les cités italiennes** inventent la dette publique, ce n'est pas pour assurer le faste de leur cour ou l'embellissement de leur ville, mais bien pour financer leurs incessantes guerres.

L'Angleterre, est devenue un *fiscal-military state* au cours du XVIII^e siècle, qui l'aura vue presque 60 ans en guerre, entre 1701 et 1815. Au cours de cette période, sa dette nationale passe de 2 millions de livres (1688) à 834 millions (1815), soit de 5 % du PIB à plus de 200 %, avec un coût du crédit augmenté à peu près de moitié. Le service de la dette, qui représente moins du quart de l'ensemble des recettes fiscales au début du XVIII^e siècle, en constitue plus de la moitié en 1815, malgré une augmentation considérable (bien plus forte qu'en France) de la pression fiscale.

Conséquence de ce régime de guerre semi-permanent, la part des revenus des États consacrée à la guerre se situe entre 70 % et 90 %. De nombreuses innovations fiscales sont mises en place, mais la tolérance à l'impôt des populations anciennes est vite atteinte, ce qui conduit à recourir à un endettement public massif.

Observons que lorsqu'il est facilement prélevé, comme le *tributum* à Rome, il n'y a pas de dette publique. Le contraste avec la Chine impériale est remarquable. Si l'Empire du Milieu consacre beaucoup d'argent à la défense de ses frontières – la Grande Muraille est ainsi d'évidence une dépense militaire – et à ses expéditions en Asie centrale à l'époque des Qing, le gouvernement n'y alloue jamais plus de 50 % à 55 % de ses revenus ordinaires.

Les conséquences de ces constats ne sont pas toutes négatives :

- d'abord, en temps de paix, les dettes permettent le transfert partiel du remboursement sur les futurs contribuables, autorisant le financement d'investissements qui profitent à plusieurs générations ;
- ensuite, dans des économies encore peu développées, l'endettement national favorise la déthésaurisation et la circulation monétaire. Les titres de la dette publique, crédits du *Monte* à Florence ou rentes sur l'Hôtel de Ville en France au XVII^e siècle, ont des usages variés : moyen de paiement, hypothèque, constitution de dots, etc. Hume et Smith, pourtant très hostiles à la dette publique, admettent qu'elle crée un type d'actif financier suffisamment liquide pour servir de monnaie tout en rapportant un intérêt, favorisant ainsi le commerce et la création de richesses ;
- soulignons par ailleurs l'effet indirect de la dette publique sur la construction politique de l'État, comme l'ont montré les exemples anglais avec l'invention de la monarchie parlementaire après 1688 et français avec l'exigence du débat public sur les finances voulu par Necker. Le même constat pourrait d'ailleurs être dressé aujourd'hui, si la crise actuelle conduisait à une meilleure gouvernance européenne.

Enfin, la constitution d'une dette consolidée est inséparable de l'essor des marchés financiers. À Amsterdam et surtout à Londres ou à Paris au XVIII^e siècle, c'est la négociation des effets publics qui explique la mise en place de ces derniers. De même, au début du XIX^e siècle, la Bourse de Paris reçoit une forte impulsion de la mise en place des grands emprunts de la Restauration pour financer les dettes de guerre. On estime qu'en 1830, 80 % des valeurs mobilières circulant dans le public sont des rentes. L'internationalisation des marchés financiers à la fin du XIX^e siècle s'explique également d'abord par les besoins de financement des nouveaux États. *A contrario*, on peut estimer probable que l'absence d'emprunts publics à Rome ait nui au développement d'un milieu financier de haut niveau et plus généralement à celui d'un système de crédit efficace, comme ce fut le cas en Europe dès l'époque moderne dans des places comme Gênes, Venise, Amsterdam ou Londres, autant de capitales de l'« économie-monde ».

Est-il sans conséquence de constater cette spécificité d'une Europe qui s'est construite autour de la guerre et de l'investissement militaire, financés grâce à l'impôt et à de lourdes dettes publiques, avec pour effet non seulement une supériorité militaire mais aussi un développement continu des marchés financiers et des prélèvements importants sur la richesse nationale, à l'opposé par exemple de l'empire chinois qui a peu emprunté ?

Comment ne pas conclure sur les effets contrastés qu'exerce un endettement public soutenu et pérenne ? S'il s'avère un outil financier et institutionnel utile à la construction historique de l'État, il peut aussi le mettre en danger, comme le prouvent de multiples exemples, à commencer bien sûr par la situation actuelle de la zone euro. Cette ambivalence peut aussi bien justifier la longue méfiance entretenue par l'économie politique libérale à l'égard des dettes publiques que l'optimisme de ceux qui apprécient positivement l'effet des interventions de l'État financées par l'emprunt. Cette opposition est d'ailleurs sans doute aujourd'hui à nuancer, le paradoxe étant que la crise de la dette a indirectement été provoquée par un excès de libéralisme financier dont les États ont dû assumer les erreurs et que sa conséquence historique sera, probablement, de provoquer un recul de l'engagement des États, au moins dans leur dimension assurantielle et de soutien au *welfare*¹.

¹ Terme anglais équivalent d'« État providence »



Sources

Jean-Yves Grenier, « La longue durée des dettes publiques : l'Europe et les autres », Politique étrangère 1/2012 (Printemps), p. 11-22.



Pour aller plus loin...

■ Lire

- Pour s'informer sur le budget de l'état en France et la Loi de Finances
<http://www.performance-publique.budget.gouv.fr/>
- Portail de l'économie et des finances - où trouver les chiffres clés du budget de l'état
<http://www.economie.gouv.fr/cedef/chiffres-cles-budget-etat>

■ À regarder

<http://dessinemoileco.com/lelaboration-du-budget-de-letat/>



CHAPITRE 10 –

LE SYSTÈME ET LA POLITIQUE MONÉTAIRES

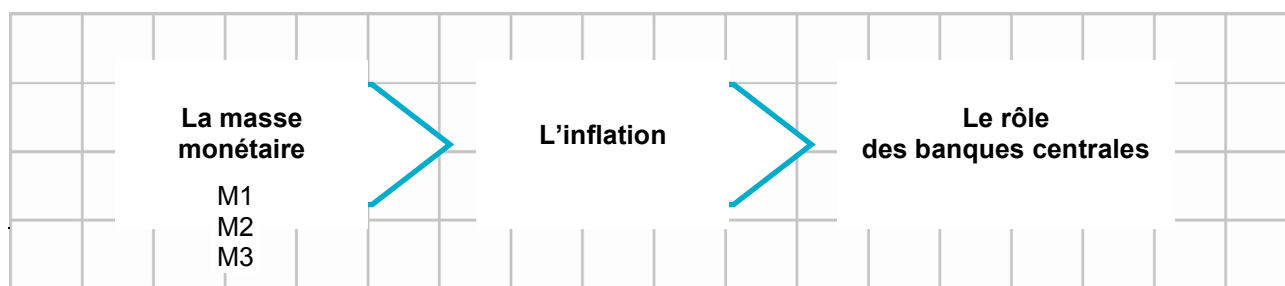
Les objectifs pédagogiques : Analyser le rôle des banques centrales dans la lutte contre l'inflation.
Maîtriser les objectifs, les missions et les principales règles de fonctionnement du Système Européen de Banques Centrales (SEBC) et justifier la stratégie de la politique monétaire de l'Europe.

L'inflation, au cœur des problèmes économiques contemporains, semble s'immiscer dans les systèmes économiques. Ses causes sont si variées et ses effets si nombreux que la politique de lutte contre ce phénomène est un problème délicat.

En zone euro, la politique monétaire, dont l'objectif est la stabilité des prix à moyen terme, menée par la Banque Centrale Européenne (BCE), est unique. Elle s'impose à l'Eurosystème (les 17 pays de la zone euro), qui a vocation à se confondre avec le Système Européen de Banques Centrales (SEBC).

La BCE agit dès lors sur le refinancement des établissements de crédit (la liquidité bancaire) et leur impose des contraintes réglementaires du fait de leur rôle important dans l'intermédiation financière.

Les notions-clés



1. LA BANQUE CENTRALE ET L'INFLATION

1.1. Les sources de l'inflation

L'inflation se définit comme une perte du **pouvoir d'achat de la monnaie** se traduisant par une augmentation générale et durable des prix.

Elle 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 économiques.

Pour évaluer le taux d'inflation, on utilise l'**Indice des Prix à la Consommation (IPC)**. Cette mesure n'est pas complète, le phénomène inflationniste couvrant un champ plus large que celui de la consommation des **ménages**.

Afin d'apprécier l'évolution des prix au niveau de la zone euro, la BCE a recours à un Indice des Prix à la Consommation Harmonisé (IPCH), indicateur majeur pour la conduite de la politique monétaire. Le calcul de cet indice, accompli par Eurostat (l'Office statistique des communautés européennes) en liaison avec les différents instituts nationaux de statistiques, a conduit à harmoniser les méthodes de calculs des indices nationaux (l'IPCH ainsi obtenu ne se substitue pas à l'IPC national). Dans le cas de la France, ces deux paramètres ont des évolutions assez proches.

Comme pour d'autres phénomènes économiques, il serait réducteur de limiter l'origine de l'inflation à un seul déterminant. Plusieurs mécanismes sont, en effet, de nature à affecter le niveau des prix.

1.1.1. Les différents types d'inflations

On distingue plusieurs types d'inflation, selon le rythme de la hausse des prix et selon l'origine des déséquilibres.

■ Les types d'inflation selon le rythme de hausse des prix

L'inflation est déclarée (ou ouverte) quand elle se traduit par une hausse générale rapide et cumulative des prix (le plus souvent accompagnée d'un accroissement de la quantité de monnaie en circulation).

L'inflation est dite galopante lorsque le taux de hausse des prix est supérieur à 10 %. Dans ces cas-là, il arrive que les agents économiques soient enclins à diminuer leur détention de la monnaie en question au vu de sa dévalorisation (cas du Brésil et de l'Argentine à la fin des années 80).

L'inflation est dite rampante quand le taux de hausse des prix est faible mais continu. C'est le type d'inflation le plus courant dans les pays développés.

■ Les types d'inflation selon l'origine des déséquilibres

- **L'inflation par les coûts** a pour origine l'augmentation des coûts de production qui se répercute sur les prix de vente pratiqués par les entreprises.

L'évolution des coûts de production joue donc un rôle essentiel dans le processus inflationniste. Qu'il s'agisse des coûts des facteurs travail (salaires) et capital (profit) par rapport à la productivité, des coûts des consommations intermédiaires, des coûts financiers (taux d'intérêt)...

Deux types de coût sont toutefois privilégiés par les analyses.

Il s'agit d'une part des coûts des produits importés (énergie, matières premières, biens d'équipement). Les importations de ces produits étant indispensables, l'augmentation de leurs prix entraîne une « inflation importée ». Toutefois, les prix des produits importés étant habituellement libellés en devises (dollar américain – USD), une compensation peut se produire grâce au cours de change de la monnaie nationale, si ce dernier s'apprécie face au dollar.

D'autre part, les coûts salariaux, lorsqu'ils augmentent davantage que les gains de productivité, contribuent à la hausse des prix (diminution de la part des profits dans la valeur ajoutée qui incite les entrepreneurs à accroître leurs prix), qui déclenche à son tour de nouvelles revendications salariales et la mise en place d'une spirale prix-salaires (« *spirale inflationniste* »).

- **L'inflation par la demande** est celle qui apparaît lorsque la demande globale est supérieure à l'offre disponible à un moment donné.

Les économistes mettent souvent l'accent sur le seul pôle demande du marché. Or, celle-ci n'est excessive qu'au regard d'une offre trop faible. On pourrait, dès lors, parler tout aussi bien d'inflation par insuffisance de la production. C'est pourquoi ce processus peut s'expliquer de deux manières : il s'agit soit d'un excès de la demande, soit d'une insuffisance de l'offre.

Lorsque le plein emploi des facteurs de production capital et travail est presque atteint, le déséquilibre entre l'offre et la demande entraîne un ajustement par les prix : les prix s'élèvent tandis que les quantités n'augmentent pas (principe de la rareté).

Les explications de cet écart sont multiples. Outre l'accroissement de la population, l'excès de demande peut résulter d'une modification de la consommation (apparition de nouveaux produits, changements de comportement), d'un déficit budgétaire, d'un surinvestissement, d'un accroissement des crédits à la consommation...

Les économistes monétaristes mettent en évidence que l'inflation peut résulter d'un excès de monnaie en circulation dans l'économie. Par exemple, si les pouvoirs publics mènent une politique de relance de l'activité en pratiquant un déficit budgétaire (création de monnaie par l'intermédiaire des banques qui souscrivent des bons du Trésor), la hausse de la demande sera trop brutale pour laisser le temps aux entreprises de produire davantage et les prix augmenteront.

Pour les économistes keynésiens, la création monétaire n'est pas inflationniste si l'appareil de production est en mesure de satisfaire cette demande nouvelle c'est-à-dire s'il existe des capacités de production dans les entreprises qui sont temporairement inemployées.

- **L'inflation structurelle** est, elle, due à des rigidités permanentes existant dans la plupart des sociétés industrielles contemporaines.

Sans être en contradiction avec l'analyse par les coûts, d'autres théories s'attachent donc à l'évolution des structures économiques et sociales. Elles expliquent l'inflation par une lutte dans le partage salaires-profits, la hausse des prix et des salaires permettant de différer la perception de ce partage.

L'inflation peut ainsi s'expliquer par les conflits nés de la répartition des richesses produites chaque année (partage salaires-profits). L'élévation des revenus nominaux est parfois le prix à payer par les entreprises pour apaiser les tensions sociales. En effet, contrairement au XIX^e siècle où salaires et revenus étaient fixés par les règles du marché, les salaires sont aujourd'hui déterminés de plus en plus par des négociations collectives qui intègrent les anticipations inflationnistes et jouent tels des cliquets à la baisse. De ce fait, la revendication du maintien ou de la hausse du pouvoir d'achat est institutionnalisée et déconnectée des gains de productivité réalisés ou de la situation des marchés, y compris celui de l'emploi. Inflation et chômage peuvent alors coexister.

Les structures économiques contribuent également à l'inflation. Les grandes sociétés, les entreprises publiques sont souvent en situation de monopoles ou d'oligopoles. Elles s'affranchissent alors de la concurrence pour fixer leur prix. Des écarts de productivité entre les secteurs, comme des différences de situation face à la concurrence étrangère (secteurs « exposés » et secteurs « abrités ») peuvent aussi conduire à des hausses de coûts dans certains secteurs qui se propagent ensuite à l'ensemble de l'économie. Ainsi un secteur protégé public dont le poids dans l'économie serait de plus en plus lourd se traduirait par une ponction fiscale plus forte sur les secteurs exposés, enclenchant de leur part une reconstitution des marges par la hausse des prix.

Les distinctions entre inflation par les coûts, par la demande, importée, monétaire ou du fait des structures de l'économie, mettent l'accent sur un point particulier de l'inflation. En fait, la hausse des prix est un phénomène global dans lequel les différentes causes se nourrissent les unes les autres.

La maîtrise de l'inflation est considérée comme une nécessité au point d'être assignée comme objectif principal à toute Banque centrale, notamment à la BCE dont elle est l'objectif final prioritaire. En effet, l'inflation génère des effets perturbateurs sur l'économie, au niveau des flux réels et financiers et de la situation sociale.

1.1.2. Les différents effets sur l'économie

■ Les effets sur les revenus et la richesse

L'inflation opère une redistribution des revenus entre les différents acteurs de l'économie.

Les détenteurs de revenus fixes (épargnants percevant des intérêts, retraités, employés dont le salaire est mal indexé) ainsi que les créanciers, sont pénalisés. Le pouvoir d'achat des salariés, par exemple, s'érode : à revenu inchangé, la quantité de biens et de services qu'ils peuvent acquérir diminue. L'inflation bénéficie, en revanche, aux débiteurs, qui doivent rembourser une moindre somme (en termes de pouvoir d'achat). En effet, de nombreux contrats sont conclus en termes monétaires. Or, la hausse des prix modifie la valeur réelle de ces engagements, entraînant des spoliations qui seront d'autant plus importantes qu'ils sont conclus pour le long terme.

Ainsi, l'inflation entraîne une érosion de l'épargne liquide des ménages qui sont structurellement épargnants. En revanche, elle bénéficie aux entreprises en accroissant l'impact favorable de l'effet de levier. Par ailleurs, elle a longtemps favorisé les détenteurs d'actifs réels (immobiliers notamment) au détriment des détenteurs des actifs financiers (épargne, valeurs mobilières) : c'est notamment l'exemple de la décennie 70 en France où le taux d'inflation dépassait fréquemment 10 % par an. En définitive, l'inflation avantage les emprunteurs et lèse les prêteurs (raisonnement en termes réels).

■ Les effets sur la compétitivité-prix et sur le taux de change

Les effets de l'inflation se font également sentir dans les échanges extérieurs. Ils seront d'autant plus importants que l'économie est ouverte. Le plus important, ici, est le différentiel d'inflation avec les principaux partenaires. Si l'écart d'inflation s'accroît et persiste, une dépréciation du taux de change devient inévitable pour rétablir la parité des prix.

En effet l'inflation domestique modifie les comptes extérieurs en deux temps, car la réaction aux prix n'est pas immédiate, du fait des habitudes d'achat acquises et des contrats déjà signés. Ainsi « à volume inchangé d'exportation (X) et d'importation (M), si la répercussion est forte, le prix de M inchangé en devises s'accroît en monnaie nationale ainsi que la valeur des importations ; le prix des exportations étant maintenu en monnaie domestique, la valeur des recettes d'exportation est constante ; le solde de la balance (commerciale) se détériore. »¹ C'est le début de la courbe en J.

La monnaie se déprécie, ce qui oblige les pouvoirs publics à mettre en œuvre des politiques restrictives qui risquent de ralentir la croissance et d'accroître le chômage.

Les politiques de lutte contre l'inflation

Diagnostic théorique	Objectif	Instruments
Inflation par la demande	Réduire la demande globale ou sa progression.	Rééquilibrage budgétaire : <ul style="list-style-type: none"> • Augmentation des impôts • Diminution des dépenses publiques Politique monétaire : <ul style="list-style-type: none"> • Limitation de la création monétaire
Inflation par les revenus	Réduire la progression des revenus, en particulier rompre la spirale prix – salaires.	Politique des revenus : <ul style="list-style-type: none"> • Rigueur salariale • Concertation sociale sur le partage des gains de productivité • Contrôle ou blocage des prix pour casser les anticipations inflationnistes
Monétariste	Croissance à taux croissant de la masse monétaire à un rythme correspondant au taux de croissance à long terme de l'économie	<ul style="list-style-type: none"> • Contrôle de la progression de la base monétaire par la Banque centrale • Renchérissment du coût du crédit par l'action sur les taux directeurs
Structures économiques	Rétablir une concurrence plus forte sur les marchés.	Réglementation : <ul style="list-style-type: none"> • Restauration de la concurrence (loi <i>anti-trust</i>, répression des ententes) • Liberté des prix • Meilleure information des consommateurs
Conflits sociaux	Réduire les inégalités et diminuer les conflits sociaux.	Fiscalité plus progressive Renforcement de la concertation sociale

1.2. Le rôle des banques centrales

1.2.1. L'action sur la base monétaire

■ L'émission monétaire

Rappelons que les banques centrales ont pour activité traditionnelle l'émission de billets. Ce privilège de « battre monnaie », autrefois régalien, caractérise le statut des banques centrales, également appelées instituts d'émission. À ce jour, le rôle des banques centrales a changé, même si la fonction d'origine subsiste.

¹ (Monnaies, finance et mondialisation de JP. Allégret et B. Courbis chez Dyna'Sup Vuibert)

■ La gestion des réserves de changes

Elle n'est pas une finalité en soi, notamment si le régime de change choisi par l'État est le flottement. Par contre, s'il s'agit de change fixe ou fixe mais ajustable, l'intervention de la Banque centrale est de rigueur, dans le premier cas pour garder le cours à sa parité (taux de change unique convenu avec chacun des États partenaires) ou en second lieu pour garder le taux variable à l'intérieur du tunnel convenu. En assurant cette mission, la Banque centrale participe à la stabilisation des relations extérieures du pays, tant en ce qui concerne les flux réels (effets du change sur les prix) que financier (attractivité des placements et investissements). Ainsi, la constitution d'avoirs de réserves n'est pas un objectif mais la conséquence des interventions de la Banque centrale sur le marché des changes chaque fois que le régime l'y oblige. En cas de change flottant, les avoirs de réserves se constituent ou se dépensent de la même façon pour les réserves officielles, mais il existe également une masse plus ou moins importante de devises entre les mains des opérateurs privés qui en disposent comme bon leur semble ! La limite des réserves officielles (la Banque centrale est tenue de vendre / acheter la devise concernée par l'accord de change) se lit sous deux angles :

- les excédents doivent être sécurisés et valorisés ;
- les déficits doivent être financés.

À cet égard, la responsabilité de la politique de change de la zone euro revient au Conseil des ministres de l'Économie et des Finances des États membres de l'Union européenne (« Conseil Ecofin »). Cette charge est toutefois préparée puis partagée avec la BCE, « bras armé » des opérations de change. La politique de change et la politique monétaire ont un objectif principal et commun : le maintien de la stabilité des prix à l'intérieur de la zone.

■ L'action sur le refinancement des banques

C'est une mission fondamentale, notamment dans une économie d'inspiration keynésienne puisque la monnaie y est assimilée à un instrument de la politique économique et pour la circonstance dotée d'un prix (son taux d'intérêt) comme toute autre marchandise ; en changeant son prix, un État volontariste peut orienter les comportements des agents. Cette action est déléguée à la Banque centrale. Longtemps politisée (héritage du droit régalien), beaucoup d'économies ayant choisi le modèle d'économie ouverte de marché, l'ont sorti du giron de l'exécutif en rendant la Banque centrale « indépendante ». C'est le cas des nations intégrées ou intégrant l'Union européenne, celle-ci en ayant fait une condition de l'adhésion.

La Banque centrale intervient sur la trilogie consommation-investissement-épargne. Elle possède trois leviers d'action : l'effet d'annonce, les réserves obligatoires et le taux de refinancement. C'est ce dernier le principal : il permet à la Banque centrale d'intervenir sur le volume de création monétaire, c'est-à-dire les crédits consentis par les banques tant au Trésor qu'aux autres agents. Ainsi agit-elle sur le refinancement des banques (et donc sur le crédit) directement en conditionnant l'approvisionnement des banques en monnaie centrale (elle représente, en effet, le recours ultime des établissements de crédit pour leur alimentation en liquidité lorsque les possibilités du marché monétaire interbancaire sont épuisées) et de manière indirecte, en leur imposant des contraintes réglementaires. Rappelons l'historique selon lequel jusque dans les années 80, en Europe, certaines banques centrales intervenaient sur l'activité des banques commerciales en contrôlant le volume des concours qu'elles accordaient. Cette politique dite d'encadrement du crédit constituait un frein à la concurrence entre banques en figeant leur niveau d'activité et elle entraînait en contradiction avec le mouvement de développement et de modernisation des marchés financiers qui caractérisent la finance actuelle.

Le refinancement des banques se réalise aujourd'hui sur le marché monétaire via une procédure d'*open market*, appellation large pour couvrir l'ensemble des interventions qu'une Banque centrale réalise sur ce marché en fonction de l'état des liquidités bancaires : trop abondantes, la Banque centrale éponge les excédents de monnaie, et inversement. Pour des raisons de garantie, les flux monétaires sont accompagnés de flux de titres de créances ayant valeur de garantie : les effets en pension.

Le niveau du taux de refinancement impacte le compte de résultat des banques. La plupart des économies n'utilisent pas un taux directeur pour concentrer l'offre / demande (technique du réescompte en France abandonnée dans les années 70) mais un taux directeur que l'on pourrait qualifier de central servant surtout de repère aux opérations de gré à gré entre banques. Ainsi deux taux limites (plafond et plancher dans le langage journalistique) définissent un « corridor » ; au taux supérieur, la Banque centrale prête, au taux inférieur elle emprunte. Cela lui permet d'endiguer le gré à gré. Les techniques d'intervention peuvent varier, taux fixe ou taux variable, selon la conjoncture du marché de l'interbancaire qui peut aller de la surliquidité du système bancaire au tarissement du marché, comme cela s'est constaté notamment après la faillite de la banque américaine Lehman Brothers en septembre 2008. Dans ce type de circonstances exceptionnelles, la Banque centrale devient le seul recours pour assurer la liquidité et par conséquent la solvabilité des banques, la doctrine de « l'aléa moral » ne pouvant être opposée au risque systémique.

La Banque centrale agit également sur le refinancement par la contrainte réglementaire des réserves obligatoires ; dans ce cas, les ressources bancaires les plus volatiles (donc susceptibles de se transformer rapidement en actes de consommation) servent d'assiette au calcul des réserves obligatoires, c'est-à-dire des avoirs à maintenir sur le compte de la banque commerciale à la Banque centrale ; ce qui oblige la banque commerciale à faire moins de crédit (cette trésorerie n'étant pas disponible) ou à se refinancer.

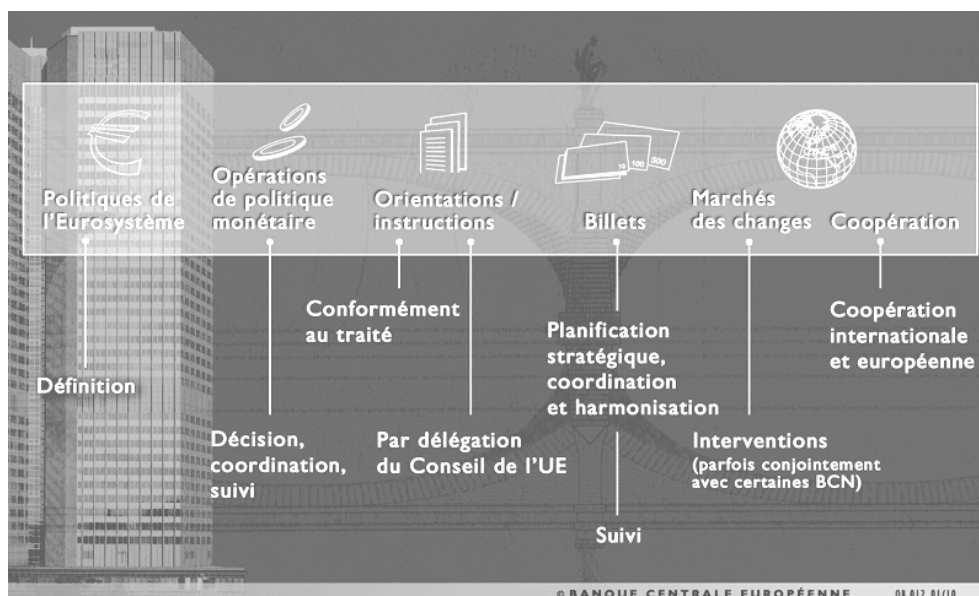
1.2.2. Les autres rôles non monétaires

En outre, selon le pays, la Banque centrale surveille les systèmes de paiement, la solidité des établissements bancaires et du système bancaire tout entier, et met en place des services communs (bases de données concernant les impayés, centrale des risques, etc.). C'est le cas dans le cadre de la zone euro de l'ensemble constitué par la Banque centrale européenne et les banques centrales nationales.

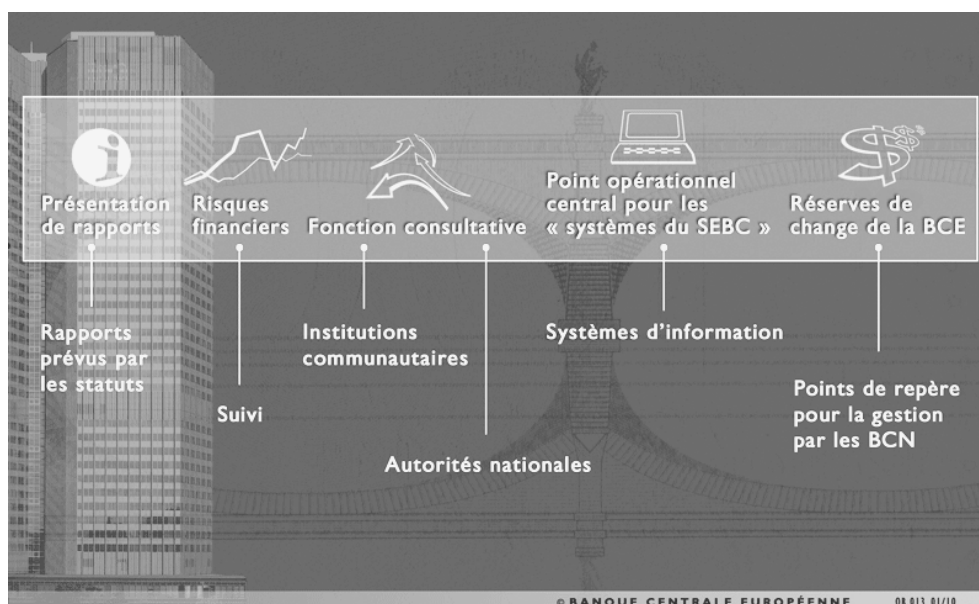
Traditionnellement, l'indépendance de la Banque centrale est le propre des pays à structure fédérale (États-Unis, Allemagne, Canada, Suisse). Or, dans la période récente, bien des pays ont réformé dans le même sens leur institut d'émission : la Grande-Bretagne, la Nouvelle Zélande, la Suède et le Japon par exemple. Mais le grand changement dans ce domaine est imputable au traité de Maastricht qui pose comme condition préalable à l'entrée dans l'Union européenne une rigoureuse indépendance de la Banque centrale.

La raison spécifique du courant conduisant à l'indépendance des banques centrales tient au jeu combiné de la démocratie et des marchés dans une économie financière en voie de globalisation. Il s'agit de neutraliser le risque de collusion entre l'exécutif et la Banque centrale. La vigilance des marchés de capitaux sur ce point est sévère : un excès de création monétaire suscite des tensions inflationnistes et ces tensions inflationnistes sont impitoyablement sanctionnées par les marchés sous la forme de ce qu'on appelle des primes de taux d'intérêt et qui constituent en réalité des sanctions appliquées aux pays laxistes. C'est pourquoi les marchés favorisent les pays qui acceptent de faire sortir leur Banque centrale du domaine de compétences de l'exécutif pour permettre à l'économie nationale de bénéficier de la confiance internationale.

Les missions de la BCE (1/3)



Les missions de la BCE (2/3)



Les missions de la BCE (3/3)



2. LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE L'EUROSYSTÈME

2.1. Le Système Européen de Banques Centrales (SEBC)

Le Système Européen des Banques Centrales (SEBC) est constitué de la Banque Centrale Européenne (BCE) et des banques centrales des pays membres de l'Union européenne qu'ils aient ou non adopté l'euro. Parmi ces pays membres, un certain nombre font aujourd'hui partie de la zone euro et constituent l'Eurosystème, les autres pays ayant vocation à intégrer cette zone dès lors qu'ils respecteront les critères imposés par le Traité de Maastricht, de même que tout État candidat à l'adhésion à l'Union européenne.

L'Eurosystème coexistera avec le SEBC tant qu'il y aura des États membres de l'Union Européenne ne faisant pas partie de la zone euro.

2.1.1. Le rôle de l'Eurosystème et des banques centrales nationales

■ Les missions

En accord avec le Traité de Maastricht et le statut de la BCE, l'objectif principal de l'Eurosystème¹ est de « *maintenir la stabilité des prix dans la zone euro. Sans préjudice de cet objectif ultime, il apporte son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté européenne et agit en respectant les principes d'une économie ouverte de marché.* » Outre cette mission, l'Eurosystème est chargé de :

- conduire les opérations de change, détenir et gérer les réserves officielles de change des pays de la zone euro ;
- émettre les billets dans la zone euro ;
- promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement.

Mais également de :

- collecter les informations statistiques nécessaires, soit auprès des autorités nationales, soit directement auprès des agents économiques (par exemple, les institutions financières) ;
- suivre l'évolution des secteurs bancaire et financier et favoriser les échanges d'informations entre le SEBC et les autorités de contrôle bancaire, pour contribuer à la bonne conduite des politiques de contrôle prudentiel et afin d'assurer la stabilité du système financier ;
- favoriser la coopération européenne et internationale.

L'Eurosystème jouit d'une indépendance totale dans l'accomplissement de ses missions. Ni la BCE, ni aucune Banque centrale nationale de l'Eurosystème, ni aucun des membres des organes de décision ne sont autorisés à solliciter ou à recevoir des avis ou des instructions d'une instance externe. En d'autres termes, les institutions et organes communautaires ainsi que les gouvernements des pays membres sont tenus de respecter ce principe et ne doivent pas chercher à influencer les membres des organes de décision de la BCE ou des banques centrales nationales dans l'exécution de leurs tâches.

De plus, il ne peut accorder de prêts aux organes communautaires ou à des organismes gouvernementaux nationaux. Cette disposition contribue également à le mettre à l'abri de toute ingérence politique.

L'Eurosystème est un système fédéral et décentralisé dans lequel les décisions sont prises par le centre (le Conseil des gouverneurs de la BCE) mais où la Banque de France, comme c'est le cas des autres banques centrales nationales, participe à la préparation et à la mise en œuvre des décisions.

L'Eurosystème est tributaire du bon fonctionnement du système bancaire, par le biais duquel il peut exécuter ses opérations de politique monétaire. Aussi, l'efficacité et la stabilité de ce secteur sont-elles d'une importance capitale pour lui. Dès lors, il est compréhensible que l'Eurosystème suive attentivement l'évolution du secteur bancaire, les autorités nationales continuant cependant d'assumer la responsabilité de la surveillance bancaire selon le principe de la « subsidiarité », que des réflexions récentes sur le principe d'une régulation européenne pourraient remettre en cause.

Le Traité de Maastricht prévoit que la BCE aura recours autant que possible aux banques centrales nationales pour l'exécution des opérations faisant partie des missions de l'Eurosystème. En conséquence, le principe de décentralisation a été adopté pour l'organisation de la zone euro.

■ L'application de la politique monétaire

Les Banques Centrales Nationales (BCN) appliquent et gèrent les mesures de politique monétaire décidées par la BCE, c'est-à-dire que seules la BCE et les BCN peuvent acheter, vendre, passer des contrats. Cet appel aux banques centrales nationales, qui permet de conserver les relations traditionnelles et fortes entre chaque intermédiaire financier et la BCN de son ressort, répond à un souci d'efficacité opérationnelle.

■ La détention et la gestion des réserves

Les banques centrales nationales effectuent des opérations de change. Pour cela, elles détiennent la totalité des réserves de change qui n'ont pas été transférées à la BCE lors de mise en place de l'euro. Afin de veiller à ce que la gestion de ces réserves de change soit cohérente avec la politique monétaire unique et de change de l'Eurosystème, la BCE suit et coordonne les opérations de marché effectuées par les banques centrales nationales.

¹ En fait, dans les textes fondateurs, il est fait référence au SEBC, en partant du principe que l'ensemble des États membres de l'Union européenne adopterait l'Euro. La réalité des faits a conduit à la distinction entre SEBC et Eurosystème.

■ Les activités hors Eurosysteme

Le Traité n'interdit pas que les banques centrales nationales exercent des fonctions autres que celles fixées à l'Eurosysteme (ainsi la Banque de France poursuit les diverses missions d'intérêt général que lui ont confiées la communauté nationale – par exemple la gestion des commissions de surendettement – et/ou le secteur financier français – par exemple la gestion du fichier des retraits de cartes bancaires). Dans ce cas, la Banque centrale nationale concernée est réputée se trouver en dehors du champ des missions et de responsabilités de l'Eurosysteme. Le Conseil des gouverneurs peut toujours décider, à la majorité des 2/3 des suffrages exprimés, que ces fonctions interfèrent avec les objectifs et les missions de l'Eurosysteme et, de ce fait, les interdire.

2.1.2. La Banque centrale européenne (BCE)

La BCE est une institution singulière, complexe et troublante. Singulière, car aucune Banque centrale moderne n'a été créée *ex nihilo* par la volonté politique de onze États développés à l'origine, seize en 2009¹, dix-sept aujourd'hui dans le cadre d'un traité. Complexe, dans la mesure où elle est à la tête de l'Eurosysteme qui rassemble l'ensemble des anciennes banques centrales nationales de la zone euro. Troublante, dès lors que l'Histoire nous avait habitué à percevoir le pouvoir monétaire comme un facteur important, voire fondateur, d'une identité nationale.

Mise en place le 1^{er} juin 1998, la BCE, dont le siège est à Francfort, est une Banque centrale. Elle gère, depuis le 1^{er} janvier 1999, le système monétaire en euros et est amenée à jouer un rôle important dans la conduite de la politique monétaire. Elle est aussi une institution supranationale : devenue une instance fédérale au niveau de l'Union, elle est la Banque centrale de seize États de l'Union européenne.

L'une des principales particularités de la BCE par rapport à d'autres institutions communautaires réside dans son indépendance politique et économique, plusieurs fois soulignée dans les textes législatifs, combinée à un pouvoir réglementaire important. De surcroît, la BCE a son propre budget, distinct de celui de la Communauté européenne. Il existe ainsi une séparation entre la gestion de la BCE et les intérêts financiers de la Communauté.

La BCE a un devoir de transparence. Afin de préserver sa crédibilité, une Banque centrale indépendante doit expliquer ouvertement et clairement les raisons de ses décisions. À cet égard, la BCE publie notamment une situation hebdomadaire consolidée de l'Eurosysteme (ensemble des opérations monétaires et financières de la semaine précédente) et des rapports sur les activités du SEBC au moins chaque trimestre.

■ Les organes de décisions de la BCE

Les organes de décision de la BCE sont au nombre de trois :

- le **Conseil des gouverneurs** réunit les gouverneurs des banques centrales nationales (zone euro) et les membres du Directoire. C'est l'organe suprême de décision qui définit la politique monétaire de la zone euro. En particulier, il est habilité à fixer les taux d'intérêt auxquels les banques commerciales peuvent obtenir de la monnaie (c'est-à-dire de la liquidité) auprès de leur Banque centrale. Ainsi, le Conseil des gouverneurs agit indirectement sur les taux d'intérêt pratiqués dans l'ensemble de l'économie de la zone euro, notamment les taux d'intérêt des prêts accordés par les banques commerciales et ceux rémunérant les dépôts des épargnants ;
- le **Directoire**, organe exécutif, comprend le président de la BCE, le vice-président et quatre autres membres. Tous sont nommés d'un commun accord par les chefs d'État ou de gouvernement des pays constituant la zone euro, après consultation du Parlement européen et du Conseil des gouverneurs (il s'agit là d'une des rares incursions du politique dans le domaine de la politique monétaire ou dans les affaires de l'Eurosysteme). Les membres du Directoire ont un mandat de huit ans, non renouvelable. Le Directoire est chargé de mettre en œuvre la politique monétaire définie par le conseil des gouverneurs et donne, dans ce cadre, les instructions nécessaires aux banques centrales nationales. En outre, il prépare les réunions du Conseil des gouverneurs et est responsable de la gestion courante de la BCE ;
- le **Conseil général** se compose du président et du vice-président de la BCE ainsi que des gouverneurs des vingt-sept banques centrales nationales des États membres de l'UE. Les membres de l'Union européenne hors zone euro participent, sans droit de vote, aux réunions du Conseil général, et donnent leur avis.

¹ Ont rejoint les onze premiers membres (Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas et Portugal) de 1999 : la Grèce en 2001, la Slovaquie en 2007, Chypre et Malte en 2008, la Slovaquie en 2009.

■ Le rôle de la BCE au sein du SEBC

La formulation de la politique monétaire : au sein de l'Eurosystème, la responsabilité de la définition de la politique monétaire unique appartient au Conseil des gouverneurs. Les décisions de la BCE s'imposent à l'ensemble de l'Union monétaire. Les opérations de politique monétaire sont exécutées dans tous les États membres participant à l'Union monétaire selon des modalités identiques. Il n'y a pas de politique monétaire nationale ou « régionale » au sein de l'Union monétaire.

Privilège d'émission : la BCE est seule habilitée à autoriser l'émission de billets de banque en euros. Les banques centrales nationales sont chargées de la logistique de l'émission de ces billets, qui sont les seuls à avoir cours légal dans les pays de l'Union monétaire. Les pièces en euros sont émises par les États membres, sous réserve de l'approbation, par la BCE, du volume de l'émission.

Fonction consultative : la BCE est consultée, par le Conseil de l'Union européenne ou par les autorités des États membres, sur tout projet de réglementation relevant de son domaine de compétence (en particulier, en ce qui concerne les questions monétaires, les moyens de paiement, les banques centrales nationales, les données statistiques, les systèmes de paiement et de règlement, la solidité des établissements et marchés financiers...).

La BCE est notamment consultée sur la législation communautaire relative au contrôle bancaire et à la stabilité du système financier.

Relations institutionnelles : la BCE entretient des relations institutionnelles avec les principales instances de l'Union européenne :

- avec le **Conseil de l'Union européenne**, de manière bilatérale, et principalement avec le Conseil des ministres de l'Économie et des Finances (Conseil Ecofin). Le président du Conseil de l'Union européenne peut ainsi participer, sans voix délibérative, aux réunions du Conseil des gouverneurs et du Conseil général de la BCE et symétriquement, le président de la BCE peut être invité aux réunions du Conseil de l'Union européenne lorsque des questions concernant le SEBC sont évoquées. Le rapport annuel de la BCE est, en outre, adressé au Conseil de l'Union européenne ;
- avec la **Commission européenne** : de manière similaire, un membre de la Commission, en règle générale le Commissaire chargé des affaires économiques et financières, peut participer, sans voix délibérative, aux réunions du Conseil des gouverneurs et du Conseil général de la BCE. Le rapport annuel de la BCE est adressé à la Commission ;
- avec le **Parlement européen** : présentation au Parlement du rapport annuel sur les activités de la BCE et la politique monétaire de l'année précédente et de l'année en cours.

2.2. La stratégie de la politique monétaire

Après avoir longtemps joué un rôle secondaire, la politique monétaire est devenue, au cours des vingt-cinq dernières années, un moyen prépondérant de la régulation macroéconomique des pays développés. Dans ce cadre, elle regroupe toutes les actions visant à influencer l'évolution de l'économie, à modifier le comportement des agents par l'intermédiaire de variables de quantité ou de coût « monétaires » (niveau de liquidité de l'économie, une partie de la gamme des taux d'intérêt, prix de certains actifs financiers et éventuellement le taux de change). Ainsi, la quantité de monnaie en circulation dans une économie ne doit être ni trop faible car les agents économiques seront alors obligés de limiter leurs activités économiques (consommation, production, investissement...), ni trop abondante car elle mettrait à la disposition de ces mêmes agents un pouvoir d'achat bien supérieur à la quantité de biens disponibles, ce qui pourrait provoquer une hausse des prix (inflation).

Au-delà de cette approche qui a prévalu et qui est longtemps demeuré sa principale justification avant que la crise financière de la mi-2007 ne se transforme en crise bancaire puis économique, la politique monétaire s'est révélé aussi l'ultime rempart à l'effondrement généralisé du système bancaire. L'intervention par la monnaie est intervenue en complément indispensable de l'action des pouvoirs publics pour rétablir la confiance.

Les actions des États ont pris la forme, variable selon les pays, de mesures d'octroi de garanties, d'injection de capital public et même de nationalisation des établissements de crédit. Dans ces circonstances, la politique monétaire a permis de rétablir une relative fluidité dans les relations interbancaires.

Elle a fourni autant que de besoin la liquidité indispensable que les banques primaires se refusaient et a même conduit à l'acquisition ou la prise en pension par la Banque centrale de valeurs représentatives de créances privées ce qui, aux États-Unis et au Royaume-Uni en particulier, n'était pas la pratique habituelle.

2.2.1. Les objectifs et les instruments

■ Les objectifs

Contrôler le volume de monnaie en circulation a-t-il, dès lors, pour but de maîtriser l'inflation ? De permettre une croissance régulière ? Ou de lutter contre le chômage ? Les priorités sont affaire de choix politiques. Les néolibéraux mettent l'accent sur l'inflation tandis que les keynésiens avancent l'idée de croissance ou de lutte contre le chômage. Dans nos sociétés occidentales contemporaines, il y a un très grand consensus sur l'orientation, à moyen terme, de la politique monétaire, menée par une Banque centrale indépendante, vers la lutte contre l'inflation.

Toutefois, pour comprendre les critères de sélection d'une stratégie de politique monétaire, il convient d'en distinguer les **objectifs finaux** (par exemple, il peut s'agir du plein emploi, la croissance, l'équilibre extérieur et la maîtrise de l'inflation. Le Traité de Maastricht a choisi un seul objectif final pour la BCE : la stabilité des prix), et des objectifs **intermédiaires** (indicateurs fiables de l'évolution de l'objectif final, lisible par tous, pouvant être aisément contrôlés et suivis par les autorités monétaires. Ils sont généralement de trois types : les agrégats monétaires, les taux d'intérêt et les taux de change). Une fois ceux-ci définis, se pose la question du choix des indicateurs et des **instruments** permettant d'atteindre les objectifs finaux. Quel sera l'indicateur le plus représentatif de la liquidité de la monnaie en circulation ? Rappelons néanmoins que pour suivre et contrôler l'évolution de la cible finale, il est parfois plus aisé de suivre et contrôler un objectif intermédiaire.

■ Un contexte transformé

Enfin, la politique monétaire, au même titre que l'ensemble de la politique économique, s'inscrit dans un environnement qui s'est considérablement transformé durant les dernières décennies. Dans le passé, elle s'exerçait selon un régime où les ajustements économiques reposaient sur des ressorts simples et canalisés à l'intérieur de frontières : le concept de monnaie était défini sans incertitude, le crédit encadré, les mouvements de capitaux internationaux réglés. Elle s'exerce maintenant dans un contexte marqué par la complexité et par un profond renouvellement des références théoriques marqué par le double apport du monétarisme et de l'école des anticipations rationnelles.

2.2.2. La stratégie monétaire de la BCE

Le Traité de Maastricht stipule que le maintien de la stabilité des prix est l'objectif principal de la politique monétaire menée par le Conseil des gouverneurs de la BCE. Il donne ainsi à l'Eurosystème la responsabilité de lutter contre l'inflation dans la zone euro. Les états signataires partagent en effet la conviction qu'une politique monétaire préservant la valeur interne de la monnaie apporte la meilleure contribution possible à l'amélioration des perspectives économiques et à l'élévation du niveau de vie. L'expérience a montré que la déflation (baisse générale et continue des prix) et l'inflation sont néfastes : elles perturbent l'information contenue dans le système des prix, modifient subrepticement la valeur réelle des contrats et de l'épargne, accroissent l'incertitude et, par conséquent, nuisent à une allocation efficace des ressources, à l'investissement et à la croissance.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a ainsi déterminé une stratégie qui comprend les éléments suivants.

■ Une définition quantifiée de la stabilité des prix

Une définition quantifiée de la stabilité des prix afin de donner un point d'ancrage stable aux anticipations relatives aux prix et de permettre au public de mieux juger son action. La stabilité des prix est définie comme une progression annuelle de l'Indice des Prix à la Consommation Harmonisé (IPCH) inférieure à 2 % dans la zone euro.

Cet objectif doit être maintenu à moyen terme : une légère hausse de l'indice des prix à la consommation est considérée comme le signe de prix globalement stables car l'indice est affecté de « biais de mesure », essentiellement liés aux modifications des habitudes de dépenses et à l'amélioration de la qualité des biens et des services. Une légère hausse des prix offre, en outre, une marge contre les risques de déflation.

L'Eurosystème ne peut être tenu pour responsable des chocs à court terme (une hausse des prix résultant du renchérissement des matières premières sur les marchés internationaux par exemple) mais il peut l'être de l'évolution tendancielle des prix. L'orientation à moyen terme de sa politique lui permet, de surcroît, de réagir de manière graduelle et mesurée à certaines perturbations économiques imprévues.

■ Deux piliers : l'analyse économique et l'analyse monétaire

L'Eurosystème ne maîtrise pas directement les prix : ceux-ci ne sont influencés par la mise en action des instruments de politique monétaire qu'au terme d'un long processus. C'est pourquoi l'Eurosystème ne doit pas réagir aux variations observées de l'indice des prix à la consommation mais, par anticipation, aux évolutions prévisibles qui constituent une menace pour la stabilité future des prix. Cette action repose sur un examen approfondi de toute l'information disponible, organisé en deux « piliers » : l'analyse économique et l'analyse monétaire.

L'analyse économique a pour but d'identifier les risques à court et à moyen termes pesant sur la stabilité des prix. Elle est fondée sur l'observation d'une large gamme de variables : indices de prix et de coûts (dont les coûts salariaux), cours de change, indicateurs conjoncturels, informations relatives à la politique budgétaire, indicateurs des marchés financiers (taux d'intérêt à long terme par exemple)... Le Conseil des gouverneurs de la BCE prend notamment en considération les projections macroéconomiques effectuées à intervalles réguliers par les services de l'Eurosystème.

L'analyse monétaire apporte un élément de recoupement, dans une perspective de moyen et long termes, des indications à court terme ressortant de l'analyse économique. Elle prend en compte des indicateurs tels que l'agrégat monétaire large M3, ses composantes – des plus liquides comme M1 (billets et pièces, dépôts à vue) aux moins liquides comme les dépôts d'épargne, les dépôts à terme (M2-M1) et les instruments négociables à court terme (M3-M2) – et ses contreparties, telles que le crédit aux entreprises et aux particuliers.

■ Soutien aux politiques économiques générales

D'autre part, le traité de Maastricht stipule que l'Eurosystème, sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union en vue de contribuer à la réalisation d'objectifs tels que croissance, emploi, cohésion économique et sociale. La condition restrictive exprimée par les mots « sans préjudice » indique sans ambiguïté l'objectif primordial assigné à l'Eurosystème. C'est en créant un environnement de stabilité que le système contribuera le mieux à la croissance et à l'emploi, dont la promotion requiert, en outre, le recours à d'autres politiques économiques.

Il arrive fréquemment, par ailleurs, que des actions nécessaires au maintien de la stabilité des prix servent d'autres objectifs tels que la stabilisation de l'activité économique et celle du secteur financier. Ainsi, les risques pesant sur la stabilité des prix sont souvent liés aux fluctuations de la conjoncture : si un recul de l'activité oriente ces risques à la baisse, l'Eurosystème réduira les taux d'intérêt, ce qui soutiendra la demande.

Le Traité stipule également que la politique de change ne peut porter atteinte à la stabilité des prix.. Actuellement, il n'existe pas d'accord officiel régissant le taux de change de l'Euro vis-à-vis des autres monnaies, à l'exception du cas particulier du mécanisme de change européen bis (MCE 2). Celui-ci fixe des marges de fluctuations généralement larges (+ ou - 15 %) par rapport au cours pivot de l'Euro aux monnaies des États de l'Union européenne désireux de rejoindre l'euro dans un délai rapproché. En outre, étant donné que la zone euro constitue une vaste économie dont les échanges extérieurs ne représentent qu'environ 15 % de la demande totale de biens et de services, le cours de change de l'euro ne joue pas de rôle privilégié dans la stratégie de la politique monétaire de l'Eurosystème. L'incidence des évolutions de cours de change sur les prix intérieurs est toutefois prise en considération dans l'analyse économique, et le serait évidemment si des dévaluations compétitives généralisées devaient survenir chez les principaux partenaires commerciaux.



Pour aller plus loin...

■ Lire

• Sur la Banque centrale européenne

Le dossier ÉCLAIRAGES « *La BCE en première ligne* » de L'AGEFI regroupant l'ensemble des articles parus sur la question sur leur site (Attention : certains articles peuvent être payants ou consultables en tant qu'abonné).

Téléchargeable via le lien <http://www.agefi.fr/fiche-actualite-eclairages/la-bce-en-premiere-ligne-184.html>

Le rôle de la BCE face à la dette de la crise : <http://dessinemoileco.com/le-role-de-la-bce-face-a-la-crise-de-la-dette>

POUR ALLER PLUS LOIN : L'UNION EUROPÉENNE

Dans un contexte de libéralisation des échanges, mais aussi de volatilité accrue des flux de capitaux, l'Union Européenne (UE) a réussi à rassembler plus de 450 millions d'habitants de 27 États. Aujourd'hui, malgré la première crise mondiale généralisée, l'Europe apparaît comme une zone de moindre instabilité financière, économique et sociale, que d'autres ensembles économiques, pouvant ainsi servir de modèle.

Au-delà de ce jugement d'ensemble, la situation est complexe et l'UE apparaît à bien des égards comme une entreprise inachevée, un processus en devenir, voire un kaléidoscope en éternel mouvement.

Les banques ne peuvent ignorer les problématiques spécifiques à l'Europe : contexte monétaire (change et taux), fiscalité, *policy mix* (combinaison de politique budgétaire et de politique monétaire) sont autant de paramètres qui affectent directement ou indirectement leurs relations avec la clientèle, et donc leur quotidien professionnel.

1. LA CONSTRUCTION EUROPÉENNE

Dès le début des années 50, sous l'impulsion de plusieurs Européens convaincus, l'unification européenne s'impose peu à peu et prend la forme d'un double mouvement d'élargissement (nouveaux membres) et d'approfondissement (extension des compétences) : libéralisation progressive des échanges entre pays membres, mise en place de politiques communes, monétaires, scientifiques, militaires, etc.

La construction européenne se concrétise par la création d'institutions, Conseil des ministres, Commission, Parlement. Leur fonctionnement produit des décisions qui s'imposent aux décisions nationales. Elle s'appuie sur une succession de traités, certains, constituant des étapes charnières (Rome, Acte unique, Maastricht), d'autres des améliorations, modifications ou compléments à ces étapes-clés (Amsterdam, Nice).

1.1. Les grandes étapes de la construction

En 1951, la construction européenne prend naissance avec une première institution, la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier (CECA). Cette première instance sera rapidement suivie par la signature du traité de Rome (1957) qui crée la Communauté Économique Européenne (CEE) et la Communauté européenne de l'énergie atomique (EURATOM).

1.1.1. Le Traité de Rome de 1957

La Communauté européenne est alors formée de ses trois structures, dont les exécutifs seront fusionnés en 1957. L'ensemble intègre au départ six pays : l'Allemagne, la Belgique, la France, l'Italie, le Luxembourg et les Pays-Bas. Son objectif est de créer un marché commun en éliminant les droits de douane interne, en établissant un tarif extérieur commun et en libéralisant l'ensemble des échanges. Les monnaies nationales de chaque pays membre évoluent alors dans un mécanisme international de changes fixes régi depuis 1944 par les accords de Bretton Woods.

De 1973 à 1986, six autres pays rejoignent les premiers membres : la Grande-Bretagne, l'Irlande, le Danemark en 1973, la Grèce en 1980, l'Espagne et le Portugal en 1986. Très vite, cependant, apparaît la nécessité d'un renforcement et d'un approfondissement du traité de Rome dans quatre domaines fondamentaux :

- le marché commun avec les quatre libertés fondamentales (libre circulation des marchandises, des capitaux, des personnes et des services) ;
- le cadre institutionnel ;
- la politique commune dans les grands domaines que sont l'agriculture, le commerce, la politique sociale et la défense ;
- la zone monétaire.

Dans ces quatre domaines, deux étapes apparaissent fondamentales : l'Acte unique de 1986 et le Traité de Maastricht de 1992.

1.1.2. L'Acte unique de 1986

Il apparaît essentiel dans les deux premiers domaines. Il institue le principe de la reconnaissance mutuelle des règles du pays d'origine (par exemple, en découle le « passeport européen » pour les établissements de crédit : une banque reconnue comme telle dans la législation française est *de facto* autorisée à exercer des activités de banque en Allemagne et ce, avant même de rechercher une harmonisation réglementaire ; c'est le principe de la règle du pays d'origine).

Par ailleurs, il met en place les institutions telles qu'elles existent encore dans leurs grandes lignes actuellement :

- le Conseil des ministres (ministres des Affaires Étrangères et ministres concernés par thèmes : ECOFIN dans le cas des ministres des Finances), est l'instance de décision ultime dans le domaine de compétence des ministres concernés. Il est placé sous l'égide du Conseil européen des chefs d'État depuis 1994 (suite à une initiative du président français) ;
- la Commission, qui rassemble 27 commissaires (un par pays membre) dont un président et cinq vice-présidents, est répartie en 25 directions générales (24 avant le Conseil de Nice). C'est l'organe exécutif mais qui effectue aussi des propositions législatives. La Commission dispose également de 5 services généraux et de 12 services internes ;
- le Parlement, depuis Maastricht, partage avec le Conseil le pouvoir de décision. Il est élu au suffrage universel tous les cinq ans, au scrutin de liste par grandes régions ;
- la Cour de Justice assure la légalité des actes et leur respect ;
- la Cour des Comptes ;
- le Comité économique et social ;
- la Banque Européenne d'Investissement (BEI).

Des modifications ultérieures du cadre institutionnel ont été ébauchées au Conseil d'Amsterdam en 1997 (avec extension du vote à la majorité qualifiée au sein du Conseil des ministres, coopération renforcée et accroissement du nombre de membres du Parlement) et « finalisées » au Conseil de Nice en 2000 (accords sur la limitation de la taille de la Commission, sur l'extension du vote à la majorité qualifiée et sur le projet de Constitution).

1.1.3. Le Traité de Maastricht en 1992

Il prévoit, outre une coopération renforcée dans le domaine de la politique commune en matière sociale, de politique étrangère et de sécurité, la mise en place d'une Union économique et monétaire sous réserve du respect de conditions restrictives (les critères de convergence). Ce processus est censé déboucher sur la création d'une monnaie unique pour tous les pays membres et d'une Banque centrale européenne, la BCE.

En 1995, trois nouveaux États viennent rejoindre les douze membres de l'Union européenne, l'Autriche, la Finlande et la Suède.

Le Traité de Maastricht a été explicité ultérieurement par quatre conseils, dont celui de Dublin en 1996 qui institue le Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC), obligeant les États membres à coordonner leurs politiques économiques, lequel se substitue aux critères de convergence pour la phase ultérieure à la mise en place de la monnaie commune et celui d'Amsterdam en 1997, qui adopte le Traité.

1.2. Les politiques communes

Les institutions européennes sont dotées de vastes pouvoirs leur permettant de mener une politique commune. Elles disposent d'un budget dont les recettes sont constituées d'une contribution des États membres basée sur la TVA versée au prorata du PNB, des droits de douane et des prélèvements agricoles. Les dépenses – quant à elles – sont orientées vers la recherche et les actions extérieures, dont une part majoritaire est absorbée par l'agriculture.

1.2.1. La politique commerciale et la Politique Agricole Commune (PAC)

Les pays membres donnent à l'Union européenne mission de conduire en leur nom les négociations internationales, notamment au sein de l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC). Du fait des blocages successifs au sein de cette organisation internationale, cette politique n'a eu pour l'instant que des effets limités, mais le principe d'une politique commerciale commune vis-à-vis de l'extérieur de l'Union est désormais acté.

Par ailleurs, une politique européenne de la concurrence a pris une place grandissante dans l'action de la Commission ces dernières années, pour éviter toutes les pratiques qui pourraient fausser le jeu d'un marché ouvert. Ainsi, sont désormais contrôlés et limités les ententes, les abus de position dominante, les concentrations, les aides des États aux entreprises, les réglementations nationales restrictives (malgré les tentations récurrentes de pratiquer un « nationalisme économique »).

Une des pierres d'achoppement reste la Politique Agricole Commune (PAC), qui représente une fraction très importante du budget européen (environ 40 % des dépenses) ; à l'origine très protectrice à l'égard des agricultures locales, elle a conduit dans les décennies 70 et 80 à la constitution de stocks pléthoriques (lait, beurre, viande...) et à une explosion des dépenses. La réforme de 1992 est venue limiter le soutien aux prix agricoles pour se concentrer sur les aides directes aux agriculteurs et à la limitation de productions parfois excessives. D'autres évolutions sont en cours pour répondre aux exigences d'un commerce international moins déséquilibré par les subventions aux agriculteurs des pays du nord. En 2006 et 2007, des travaux conduits par le conseil de prospective européenne et internationale pour l'agriculture et l'alimentation (COPEIAA) ont dessiné l'orientation politique et les évolutions de la PAC pour les années 2008 à 2013.

1.2.2. Les politiques économique et sociale

Elles visent à réduire les écarts de développement et de niveau de vie entre les régions et les pays les plus défavorisés et les autres. Elles travaillent également à harmoniser les niveaux de protection sociale. Les politiques industrielles et de transport font également partie des politiques communes, qui prennent la forme de fonds structurels.

En plus de ces politiques directes au niveau européen, le Pacte de stabilité et de croissance impose des limites aux politiques budgétaires nationales des 17 pays membres de la zone euro. Il comporte deux types de dispositions : une surveillance multilatérale (disposition préventive sous l'égide d'ECOFIN) et une procédure relative aux déficits publics. Cette procédure d'examen de la situation est enclenchée dès qu'un État dépasse le critère de déficit public fixé à 3 % du PIB et peut conduire à des sanctions contre l'État-membre.

Les dépassements observés peu après la mise en place de l'euro par certains des grands pays, dont la France et l'Allemagne, ont été source de débats sur l'avenir de ce pacte. Sans préjuger de la réforme, il est admis qu'une plus grande souplesse sera envisagée. Le Pacte de stabilité et de croissance avait, en tout état de cause, prévu que des circonstances exceptionnelles pouvaient permettre de s'affranchir de certaines des règles d'orthodoxie financière des États : c'est le cas avec la crise généralisée qui a atteint l'Europe en 2008, sous l'effet des mesures de soutien aux économies en récession.

De manière indirecte, il s'agit également de lutter contre toute velléité de *dumping* fiscal et social de la part d'États-membres qui souhaiteraient ainsi attirer les entreprises de pays voisins sur leur sol.

1.2.3. La politique monétaire et le *policy mix*

Le rapprochement économique et monétaire européen s'est progressivement modifié pour aboutir au mécanisme actuel. Lors de la mise en place du Système Monétaire Européen (SME) en 1978, l'objectif était de limiter les fluctuations des monnaies européennes les unes par rapport aux autres en établissant des marges limitées (à l'origine plus ou moins 2,25 %) autour de cours pivots. L'objectif était donc la stabilité monétaire dans un contexte général de flottement.

Depuis la signature du traité de Maastricht et la mise en place de l'Union économique et monétaire, l'objectif est devenu celui d'une monnaie unique dans les pays de l'Union européenne. L'euro est entré totalement en vigueur dans 12 des 15 pays de l'Union européenne en janvier 2002 (17 en 2013). Au préalable, toutes les banques centrales des pays adhérents étaient devenues indépendantes de leur pouvoir politique. Il convient de rappeler que le mandat de la BCE est l'objectif de stabilité des prix, avec une contrainte : préserver la croissance. Cet objectif a été fixé à 2 % d'accroissement annuel des prix, les anticipations en la matière étant fondées sur une batterie d'indicateurs, dont la croissance de l'agrégat monétaire M3.

On recouvre en général sous l'expression « *policy mix* », l'utilisation conjointe des politiques monétaire et budgétaire. Or, les interactions entre les deux politiques peuvent être, selon les périodes, complémentaires ou opposées. En effet, au niveau des objectifs, la politique budgétaire privilégie la croissance et l'emploi, alors que la politique monétaire vise la maîtrise de l'inflation. Cet objectif est généralement inscrit dans les textes législatifs. Alors qu'en phase d'inflation maîtrisée, la Banque centrale peut apporter son concours à une politique budgétaire de stimulation par une baisse des taux directeurs – c'est-à-dire une action pro cyclique – en phase de risque inflationniste, la politique monétaire se doit d'être restrictive. Si dans ce contexte le gouvernement souhaite développer la croissance, la politique monétaire se révèle contra cyclique. Par ailleurs, la politique budgétaire est majoritairement une politique de dépense privilégiant le court terme, alors que les objectifs et effets de la politique monétaire portent sur le moyen et long terme.

Dans l'Union européenne la situation se complique. La Banque centrale européenne couvre l'ensemble des pays membres de la zone euro alors que les politiques budgétaires restent nationales. D'autre part, le volet externe de la politique monétaire, à savoir la politique de change, échappe en pratique à ses pouvoirs. Cette dernière n'est *a priori* guère différente de celle des pays ayant « choisi » un régime de taux de change variable. Un régime d'ailleurs souvent plus subi que choisi, les autorités monétaires, que ce soit la Banque fédérale de réserve (*Fed*, États Unis), la *Bank of Japan* (*BoJ*, banque du Japon) ou la BCE, ne pouvant mobiliser qu'une fraction infime des montants échangés quotidiennement. Leurs interventions sont donc plus un signal ou un message envoyé au marché qu'une composante significative de l'offre ou de la demande. Les interventions des banques centrales des trois principales monnaies internationales (USD, EUR et JPY) sont donc devenues relativement rares et généralement concertées. La différence européenne réside dans les rôles partagés de la BCE avec l'ECOFIN, ainsi que dans les moyens, les réserves nationales n'ayant pas été complètement transférées à la BCE.

Il est vrai qu'un régime de change variable offre en matière de politique monétaire une plus grande autonomie qu'un régime de taux de change fixe. En régime de change fixe, en effet, la nécessité pour la Banque centrale d'intervenir comme acheteur ou vendeur résiduel de devises entraîne une création ou une destruction concomitante de monnaie nationale, ce qui réduit sa marge d'action dans le réglage de la liquidité interne, sauf à recourir au mécanisme de stérilisation.

2. LES DÉFIS

2.1. Les entraves

Dans ce marché intégré, des entraves subsistent néanmoins : fiscalité, éducation, circulation des personnes, etc. Certains problèmes ont été contournés par des accords partiels, faisant intervenir un nombre plus restreint d'États. C'est le cas de l'Union monétaire avec la zone euro. D'autres restent encore en chantier.

2.1.1. Une Europe à plusieurs vitesses

Si l'Union économique et monétaire est l'aboutissement du processus d'unification résultant du principe de marché unique, trois pays parmi les quinze premiers ont choisi de rester hors de la zone euro : il s'agit du Danemark, de la Suède et du Royaume-Uni, en faisant jouer la clause d'exception. Quant aux nouveaux pays membres (10 en 2004, majoritairement des pays d'Europe centrale et de l'Est¹, rejoints par la Bulgarie et la Roumanie en 2007), ils sont, en principe, tenus à terme d'adhérer à l'Union monétaire². Les difficultés importantes de certains d'entre eux depuis le début de la crise financière de 2008 les ont parfois conduits à solliciter et à obtenir l'intervention du FMI. Cela semble les inciter à rechercher plus activement l'adhésion à la monnaie unique, qui joue de fait un rôle protecteur dans le cas de déficits courants de balance de paiement.

Le principal obstacle au bon fonctionnement de la zone euro est en effet le problème des chocs asymétriques, qui frappent certains pays seulement. Des déséquilibres importants peuvent en effet alors survenir en matière de chômage, d'inflation, de croissance et persister, selon la théorie des zones monétaires optimales de Robert Mundell, économiste d'origine canadienne. La politique monétaire n'est alors plus opérante et la coordination des politiques conjoncturelles, donc de l'utilisation harmonisée du levier budgétaire, devient indispensable.

Le domaine monétaire n'est pas le seul soumis à cette double approche. Ainsi l'espace Schengen désigne l'espace de libre circulation des personnes entre les États signataires de l'accord signé en 1995. Il comprend aujourd'hui vingt-deux États de l'Union européenne³ et implique que tout individu, une fois entré sur le territoire de l'un des pays membres, peut franchir les frontières des autres pays sans subir de contrôle. Il nécessite une coopération judiciaire et policière, ainsi que la mise en place de règles et contrôles communs. Dans le domaine social, l'Accord de 1991, qui exclut toujours le Royaume-Uni, encadre les droits fondamentaux et les projets en la matière.

¹ Ces dix États sont Chypre, l'Estonie, la Hongrie, la Lettonie, la Lituanie, Malte, la Pologne, la République Tchèque, la Slovaquie, la Slovaquie.

² Les nouveaux membres ont déjà dû satisfaire aux critères de Copenhague pour adhérer. Au plan politique, avoir des institutions suffisamment stables, respectant les droits de l'homme et les minorités. En matière économique, avoir adopté le modèle de l'économie de marché et que celle-ci soit suffisamment robuste pour résister à la pression concurrentielle.

³ L'Irlande et la Grande-Bretagne ont choisi de ne participer que partiellement, tandis que Chypre, la Bulgarie et la Roumanie restent hors de l'espace. La Norvège et l'Islande, non-membres de l'Union européenne sont associés pleinement.

Plus généralement, le Traité d'Amsterdam a formalisé ce recours à la « coopération renforcée » entre un nombre réduit de pays. Cette dernière a été encore simplifiée par le Traité de Nice, qui a introduit la possibilité d'une coopération renforcée dans le domaine de la politique étrangère et de la sécurité. La Constitution européenne prévoyait de faciliter le recours à ce mécanisme, en réduisant notamment le seuil de participation à un tiers des États membres.

Le projet de nouveau Traité de Lisbonne, qui a pris la suite du projet de Constitution après l'échec de ce texte, prévoit par exemple à partir de 2014 un processus de décision sur un nombre de sujets accru à la double majorité des États (55 %) et de la population (65 %), ce qui doit renforcer l'efficacité de l'Union. En effet, avec l'accroissement du nombre des États membres, l'Union ne peut que s'éloigner des processus de décision à l'unanimité. Bien évidemment, le risque encouru est celui d'un accroissement de l'impopularité de l'idée européenne chez les citoyens, qui se nourrit des divergences d'approche et des réalités nationales.

2.1.2. Les dossiers en suspens

De nombreux dossiers restent en suspens. Outre les questions institutionnelles et constitutionnelles, on peut mentionner la question de l'harmonisation fiscale. De profondes disparités demeurent encore, parmi lesquelles :

- fiscalité sur les particuliers (parmi les spécificités françaises : Impôt de Solidarité sur la Fortune (ISF), plus-values sur valeurs mobilières, comptes sur livret défiscalisés : A, épargne populaire, développement durable...) ;
- fiscalité des entreprises (taxe professionnelle, qui devrait disparaître à terme ou plus-values sur cessions / transmissions) ;
- reconnaissance des diplômes : par exemple, il est impossible pour un avocat anglais de s'installer à Milan, ou pour un médecin belge d'ouvrir un cabinet à Turin.

De manière plus transversale, deux défis méritent développement : le premier concerne le projet de redynamiser « La stratégie de Lisbonne 2000 » ; le second est la question de l'élargissement.

2.1.3. La stratégie de Lisbonne 2000

En mars 2000, lors du Conseil européen de Lisbonne, l'Europe s'était fixé un objectif stratégique pour les dix années à venir et qui consistait à « faire de l'Union, l'économie de la connaissance la plus compétitive et la plus dynamique du monde ». À cet objectif a été ajoutée une dimension environnementale.

En 2005, il est apparu que non seulement cet objectif ne serait pas atteint, mais que l'Europe, en outre, risquait d'être écartée de la compétition mondiale pour de nombreuses raisons : faible croissance, baisse des investissements et de la demande, exode des chercheurs, vieillissement de la population, précarisation de l'emploi, creusement des déficits publics, chômage massif, coût croissant de la protection sociale. Le Conseil européen a donc révisé cette stratégie en la recentrant sur la croissance et l'emploi, tout en préservant l'équilibre entre les trois piliers du processus (l'économie, le social et l'environnement).

Sous le vocable de « stratégie de Lisbonne » se cachent en réalité les principaux enjeux de l'avenir économique et industriel de l'Europe : sa place dans la mondialisation, le choix de ses stratégies de développement, la régulation de ses politiques de l'emploi et du *policy mix* et l'avenir de sa jeunesse.

2.2. L'élargissement de l'Europe

■ Des divergences

Le plus grand élargissement à ce jour de l'Union Européenne, date du 1^{er} mai 2004, lorsque 10 nouveaux pays sont devenus membres de l'Union Européenne. Depuis, une deuxième vague d'adhésion s'est réalisée en 2007 avec l'entrée de la Bulgarie et de la Roumanie, tandis que de nouvelles négociations se sont ouvertes dès 2005 avec la Turquie et la Croatie, l'ancienne république yougoslave de Macédoine ayant également fait acte de candidature. L'admission de la Croatie a été finalisée au 1^{er} juillet 2013. L'élargissement soulève de nombreuses questions, au premier rang desquelles se trouve celle de la Politique Agricole Commune (PAC). La plus faible compétitivité de l'agriculture de l'Est européen nécessitera des subventions plus massives encore et il conviendra d'imposer à ces pays des réformes structurelles favorisant les gains de productivité (l'écart actuel étant de 50 % environ).

Par ailleurs, les nouveaux pays membres augmentent les disparités au sein de l'Union Européenne : en moyenne, la richesse par habitant de ces pays se situe en-deçà de la moitié de la moyenne européenne. À titre de comparaison, le PIB par habitant (en PPA) de l'ensemble Grèce (adhésion en 1981), Espagne et Portugal (en 1986) se situait à 60 % de la moyenne européenne de 1986. De plus, le choc de la transition pour les pays dont l'économie était collectiviste et les difficultés de financement pèsent sur des régimes de protection sociale encore fragiles.

■ Des ressemblances

Cependant, la situation sociale des pays candidats ne tranche finalement pas beaucoup avec celle de la plupart des pays membres : vieillissement démographique, tensions sur les comptes sociaux, chômage structurel élevé, etc. De plus, ces pays réalisent les deux tiers de leurs échanges avec l'Union. En outre, la plupart des études d'impact prévoient un effet globalement bénéfique du fait de l'agrandissement du marché unique et des économies d'échelle qui en résultent.

En résumé, le vrai défi pour l'Europe sera de faire admettre à ses citoyens les besoins de réformer son administration et de faire participer ses voisins, adhérents ou non, à ses ambitions de prospérité. Il s'agira aussi d'acquérir une représentativité sur l'échiquier mondial à la hauteur de son poids économique, financier et démographique et de rendre son modèle, engagé en matière de protection sociale, crédible de par le monde.



Sources

Les mots de l'Union européenne (Droit, institutions, politique), J-M. Février et F. Terpan Éditeur ; Presses universitaires du Mirail.

Europa ; le portail de l'Union européenne : europa.eu/index_fr.htm