

LA ZONE EURO

HISTORIQUE DE L'EURO (7)

L'année 2014

Christian BIALÈS

Professeur honoraire de Chaire Supérieure
en Économie et Gestion

www.christian-biales.fr

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

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

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

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

CHRISTIAN BIALÈS

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

www.Christian-Biales.fr

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

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

Avertissement : dans ces différents documents, les faits sont relatés en caractères « Times ».

Ce qui est écrit en caractères « baskerville » correspond à des explications « objectives » que je donne de ces faits.

Ce qui écrit en caractères « Apple Chancery » correspond à des points de vue strictement personnels.

• **JANVIER 2014** ->

Le 1^{er} janvier, entrée de la Lettonie dans la zone euro (1€ = 0,7 Lats). La monnaie lettone était fermement arrimée à l'euro depuis 2005. La population lettone est majoritairement opposée à cette décision de son gouvernement. Certes, la Lettonie satisfait aux critères de Maastricht mais il existe de forts écarts entre son économie et celles des partenaires : par exemple, le salaire moyen mensuel est de 515 euros nets.

Le 7, Eurostat publie son estimation de l'inflation pour le mois de décembre 2013 : le taux serait de 0,8% (après 0,9% en novembre et 0,7% en octobre, ce qui était un record depuis quatre ans), en sachant qu'il était de 2,2% en décembre 2012. Cela ravive bien entendu les craintes du risque déflationniste. *On peut tirer trois conséquences de ces statistiques, l'une théorique, les deux autres pratiques. D'abord, la TQM (théorie quantitative de la monnaie), relancée par Milton Friedman et qui explique l'indépendance des banques centrales et les politiques monétaires menées par elles avec comme mission essentielle sinon exclusive la lutte contre l'inflation au sens traditionnel (augmentation des prix des biens et services), semble infirmée puisque l'inflation est très faible alors que les apports de liquidité que les banques centrales font depuis plusieurs années sont très importantes, avec d'ailleurs comme conséquence problématique la forte augmentation de la base monétaire, autrement dit le grossissement de leurs bilans. Ensuite, ces apports de liquidité peuvent déboucher sur la formation de bulles spéculatives, c'est-à-dire une inflation du prix des actifs dans les secteurs de la finance et/ou de l'immobilier et/ou des matières premières. Enfin, il est difficile d'imaginer une modification des politiques monétaires actuelles, sauf pour la BCE qui pourrait baisser encore ses taux (on peut estimer que le Policy mix dans la zone euro est moins bon qu'ailleurs puisque l'austérité budgétaire s'accompagne d'une politique monétaire qui est encore, par comparaison, relativement restrictive) : en effet, si, sous prétexte de réduire la taille de leurs bilans, les banques centrales réduisaient substantiellement leurs apports de liquidité et/ou augmentaient leurs taux directeurs, elles aggraveraient le risque déflationniste.*

Le mardi 14, conférence de presse du Président français, qui accentue son virage social-démocrate pris déjà avec l'annonce du pacte de responsabilité lors de ses vœux de début d'année en optant résolument pour une « politique de l'offre » puisque F. Hollande va même jusqu'à affirmer qu'il est social-démocrate et à s'approprier l'énoncé fétiche de la loi de J.-B Say « l'offre crée sa propre demande » qui, en quelques mots, résume le principe de base de l'économie libérale. La principale mesure annoncée est une diminution des charges sur les entreprises financées par une réduction des dépenses publiques. *Cette mesure peut être considérée comme une « dévaluation socio-fiscale » qui aura certes pour effet d'améliorer les conditions d'offre mais, ce faisant, accroîtra les capacités exportatrices des entreprises françaises, d'où un accroissement aussi de la demande globale. Seulement, on sait que toute dévaluation, qu'elle soit monétaire, socio-fiscale ou salariale, a souvent des effets secondaires qui peuvent être pervers : les comportements de marge des entreprises souvent évoqués à ce titre peuvent cependant déboucher sur une reprise des investissements. De plus, et de manière plus générale, toute politique de l'offre exige du temps pour exprimer des effets positifs : on estime que cela peut prendre entre 2 et 5 ans.*

En fin de mois, à la suite de la publication de statistiques par Eurostat, plusieurs organes de presse relèvent que la dette publique de la zone euro a baissé au 3^{ème} trimestre 2013 pour la première fois depuis 2007 en atteignant 92,7% du PIB. Il n'empêche que le chômage reste élevé, la croissance faible et qu'au total le risque déflationniste demeure très présent. *Mais ces données générales masquent une difficulté récurrente : l'hétérogénéité de la zone euro. Surtout qu'elle est très forte ne serait-ce qu'entre les deux plus grands pays de la zone euro, l'Allemagne et la France. On a déjà écrit que ces deux pays se différencient nettement en matière de structures démographiques et industrielles. Ils se différencient aussi quant au profil de leur évolution macroéconomique. Alors que sur ce plan leurs performances étaient voisines lors du lancement de l'euro, les écarts se sont énormément creusés depuis : la France a une dette publique 15% supérieure à celle de l'Allemagne, son taux de chômage est le double et son revenu par tête est 15% plus faible. Cela s'explique par une divergence dans les stratégies de politiques économiques mises en œuvre, divergence qui trouve elle-même sa source principale dans la place de l'État, et pas seulement en termes de dépenses publiques et de pression fiscale : alors que l'Allemagne mise avant tout sur les entreprises privées, en particulier les ETI, et leur compétitivité, la France mise plutôt sur le*

secteur public et les grandes entreprises en se préoccupant relativement moins de leurs capacités exportatrices.

Le 23 janvier, installation en France d'un Conseil stratégique de la dépense publique.

Le plan décidé par l'exécutif est de réaliser sur 3 ans 50 milliards d'économies auxquels il faut sans doute en ajouter près de 10 supplémentaires pour baisser le coût du travail comme s'y est engagé également le Président de la République. *Ce plan soulève deux questions : la première concerne les modalités de cette réduction sans précédent bien qu'il ne s'agisse en définitive que d'une très faible proportion de la masse globale des dépenses. Il faut savoir que la progression des dépenses publiques est essentiellement due à celle des prestations sociales : entre 1978 et 2011, celles-ci se sont accrues de plus de 7 points de PIB. La seconde question concerne les conséquences de ce plan d'économies massives sur la croissance quand on connaît le niveau élevé des multiplicateurs keynésiens : les gains de compétitivité seront-ils suffisants pour compenser ces conséquences anti-croissance, la reprise du moteur de la demande étrangère compensera-t-elle la panne de celui de la demande domestique ?*

Le 24, l'agence Moody's maintient la note de la dette de la France à Aa1 avec une perspective négative.

Le 27, publication d'une étude de l'expert financier indépendant Alexander Kloeck, à la demande du groupe écologiste au Parlement européen. Cette étude tente de donner une estimation de l'avantage que les banques ont tiré des garanties implicites étatiques en ce sens que le monde de la finance a fonctionné en escomptant que pour éviter tout risque systémique les États seraient de toute façon prêts à se porter au secours des établissements en danger. En comparant la note mise par les agences de notation aux établissements financiers « systémiques » sans tenir compte de ces garanties implicites et en en tenant compte, l'estimation de A. Kloeck atteint un chiffre astronomique compris entre 200 et 300 milliards par an. Autant dire que des garanties implicites d'un tel niveau favorisent le risque d'aléa moral, faussent la concurrence entre établissements et que celui peut nuire en définitive à la notation des dettes souveraines.

Le 28, publication par la CNUCED des statistiques des mouvements d'IDE en 2013 : ils ont globalement augmenté de 11% et de 12% dans les seuls pays développés, mais les résultats sont très différents selon les zones et les pays de la planète. Viennent en tête en termes de destinations les États-Unis, la Chine, la Russie. L'Europe ressent un net mieux avec une croissance des IDE de plus de 37% mais la France est une exception avec une chute de 77% !

Le 29, étant donné les bonnes performances macroéconomiques de l'économie américaine, la Fed annonce une nouvelle réduction à compter du mois prochain de ses achats mensuels d'actifs sur les marchés, de 75 à 65 milliards de dollars. *Cette baisse progressive des rachats de titres doit faire anticiper une hausse progressive des taux d'intérêt, ce qui compliquerait considérablement le désendettement public alors que les pays de l'OCDE parviennent à moins emprunter (le besoin net d'emprunt a connu en effet, en milliards de dollars, l'évolution suivante : 500 en 2007, 2100 en 2008, 3300 en 2009, 3100 en 2010, 2300 en 2011, 2400 en 2012, 2000 en 2013 et 1500 en 2014). En effet, non seulement la Fed mais aussi les autres grandes banques centrales ont injecté depuis le début de la crise des subprimes des masses importantes de liquidités (plus de 4000 milliards de dollars), ce qui a maintenu les taux d'intérêt à des niveaux très bas ; et dès lors que cette politique d'assouplissement monétaire à coups de mesures non conventionnelles se renversera progressivement, de nombreux pays deviendront vulnérables, qu'il s'agisse de leurs gouvernements ou de leurs entreprises (par contre, les ménages retrouveront une certaine rémunération de leur épargne et la bancassurance trouvera une occasion d'un rééquilibrage de ses comptes). En définitive, les politiques de QE permettent certes la sortie de la crise mais les dangers qu'elles présentent, en particulier le risque de développement de bulles spéculatives (la capitalisation de la Bourse américaine atteint actuellement 145% du PIB, soit deux fois plus que le record de 2000, juste avant l'éclatement de la bulle Internet), conduisent à les abandonner progressivement au fur et à mesure que la situation macroéconomique s'améliore, ce qui oblige les différents acteurs à en anticiper les conséquences pour réviser en conséquence leurs comportements et leurs stratégies. En attendant que de telles attitudes proactives se manifestent, une conséquence immédiate de ce resserrement monétaire de la Fed est un désordre monétaire international : les investisseurs internationaux qui ont utilisé les liquidités distribuées sans compter par le système bancaire pour faire des placements dans les pays émergents sont amenés maintenant à déplacer leurs capitaux en direction des pays développés, plus sûrs ; d'où des difficultés supplémentaires qui sont imposées aux pays émergents, spécialement aux « cinq fragiles » (le Brésil, l'Inde, l'Indonésie, l'Afrique du Sud et la Turquie). Les économies émergentes doivent alors faire face, en plus de leurs déséquilibres macroéconomiques intrinsèques, à un effondrement de leurs devises sur le marché des changes : le système monétaire et financier international leur fait ainsi subir une double peine : les conséquences de la crise des subprimes et celles de la sortie de crise. Cela se traduit clairement sur le marché des changes : sur un an, le peso argentin a perdu 35%, la livre turque 19%, le real brésilien 17%, le rand sud-africain 14% et le rouble 16%. Sans parler de la Chine qui semble jouer à nouveau avec la dévaluation de sa monnaie pour accroître ses exportations, de façon à compenser les conséquences négatives sur la consommation intérieure de sa régulation du crédit bancaire. Au total, il*

pourrait y avoir un effet boomerang pour les pays développés ; et une accentuation du risque de déflation pour la zone euro.

Le 29 également, présentation par M. Barnier, commissaire européen au marché intérieur et aux services financiers, d'un projet de réforme structurelle des banques commerciales européennes considérées comme « systémiques ». Ce projet prévoit d'une part, à l'instar de la loi Volcker, d'interdire à ces banques de spéculer pour leur compte sur les valeurs mobilières et sur les matières premières, et d'autre part de donner aux autorités de contrôle le pouvoir – et l'obligation si cela s'avère nécessaire – d'exiger des banques qu'elles cantonnent les activités de marché risquées qu'elles réalisent pour leurs clients dans une filiale séparée et fortement capitalisée (les titres publics ne sont pas concernés). Ce projet de « séparation bancaire » va plus loin que les réformes faites l'an dernier en France et en France et il est un progrès pour la régulation financière, même si, comme le prétend Ch. Noyer, gouverneur de la Banque de France, il peut réduire la liquidité de marchés et donc augmenter le coût de financement des entreprises. De plus, il est un complément à l'Union bancaire européenne (UBE) : la résolution des crises bancaires que l'UBE prévoit serait en effet plus efficace, donc plus crédible, si la séparation des activités des banques facilitait les opérations de démantèlement en cas d'insolvabilité.

Le dernier vendredi du mois, le 27, le cours de clôture de l'euro contre le dollar est de 1,3674, après avoir été de 1,3588 le premier vendredi du mois, puis de 1,367 le 10, de 1,3541 le 17.

Évolution du taux de change euro/dollar.



Source : BCE.

Pour un historique complet du taux de change de l'euro contre les différentes devises, voir la page suivante, en privilégiant les représentations graphiques :

<http://www.ecb.europa.eu/stats/exchange/eurofxref/html/index.en.html>

• Février 2014 ->

Le 3, Janet Yellen remplace Ben Bernanke à la Présidence de la Fed, pour un mandat de 4 ans. Janet Yellen, dont l'époux est le prix Nobel d'économie George Akerlof, est la première femme à occuper ce poste. Elle était depuis 2010 vice-présidente de la Fed.

Le jeudi 6, lors de sa séance mensuelle sur la politique monétaire, la BCE décide le statu quo sur toute la ligne parce qu'elle pense qu'il n'y a pas de réel risque de déflation. Pourtant l'inflation est bien inférieure à 1% et l'France enregistre une baisse de ses salaires réels. Certains commencent alors à calculer le montant des achats de titres publics que devrait faire la BCE pour éviter le piège de la déflation en prenant exemple sur ce que font la Fed et la BoJ et arrivent au chiffre de 1500 milliards d'euros, soit 16%

du PIB de la zone euro. Pour des experts reconnus tels que Michel Aglietta le risque de déflation est bien réel (Le Monde du 21/3/2014) et de plusieurs côtés pointe maintenant l'idée de relancer la technique de titrisation de créances d'entreprises comme mesure non conventionnelle que pourrait utiliser la BCE à défaut de pratiquer des achats directs de titres publics ; cela pose certes le problème de l'encadrement de cette technique qui a joué un rôle important dans la crise des subprimes mais aussi celui de la dynamisation du marché européen des créances titrisées qui est loin d'avoir la liquidité du marché nord-américain. *Notre point de vue sur le risque déflationniste est que si on fait la « balance des risques », plusieurs facteurs la font pencher du mauvais côté : la demande de biens et services reste atone parce que depuis plusieurs années le partage des revenus entre le capital et le travail se fait au détriment des salaires (voir l'ouvrage « Le Capital au 21^{ème} siècle » de Thomas Piketty), que les anticipations inflationnistes sont orientées à la baisse et que la demande de crédit est faible parce que les acteurs économiques cherchent plutôt à se désendetter ; les gains de productivité – qui pourraient justifier une baisse des prix – sont faibles ; l'offre des entreprises est peu dynamique ; les banques sont encore fragiles (les banques européennes ont encore à céder près de 2,5 billions de créances douteuses - « non performantes et non stratégiques ») ; les dettes publiques sont toujours lourdes et les politiques budgétaires sont de fait pro-cycliques et ont des effets multiplicateurs récessifs. La position de la BCE s'expliquerait-elle par sa façon de calculer l'inflation comme le pense Amélie de Montchalin (dans le même numéro du Monde) ? Selon elle, pour mesurer l'inflation, il faudrait compléter l'indice harmonisé des prix à la consommation (IHPC) que cible la BCE par le déflateur du PIB qui ne vise pas seulement les biens consommés par les ménages mais l'ensemble des biens et services, qu'il s'agisse des biens de consommation individuelle et collective, des biens d'investissement, et de ceux qui sont exportés et importés ; et elle constate qu'il y a toujours un écart significatif entre les deux mesures, celle faite avec le déflateur du PIB étant systématiquement plus faible que celle faite avec l'IHPC, ce qui en ferait donc un meilleur indicateur pour évaluer le risque déflationniste.*

Le 7, la Cour constitutionnelle allemande dit ses doutes sur la légalité du dispositif OMT de la BCE mais laisse la décision à la Cour de justice de l'UE. Autant dire que l'France consent à ce programme de rachat sur le marché secondaire de titres de dette mis en place début septembre 2012.

Les 11 et 12 février, et comme s'ils s'étaient donné le mot, la Présidente de la Fed et le Gouverneur de la BoE, indiquent que pour relever leurs taux directeurs, ils ne se fieraient pas comme annoncé précédemment à la seule évolution du taux de chômage mais aussi à celle d'autres indicateurs macroéconomiques. Ce changement d'affichage s'explique par le fait qu'aux États-Unis comme en France le taux de chômage a diminué plus vite que prévu et que la conjoncture globale nécessite malgré tout que les taux directeurs ne soient pas modifiés. Ce changement sera confirmé par la Fed à l'occasion de la réunion de son conseil de politique monétaire du 19 mars : J. Yellen ira même jusqu'à abandonner le seuil de 6,5% pour le taux de chômage, fixé par son prédécesseur à partir duquel serait décidée la remise en cause du « QE ». Mais, en multipliant ainsi le nombre d'indicateurs pris en compte pour amorcer un resserrement monétaire, les banquiers centraux troublent le processus d'anticipation des investisseurs alors qu'ils recherchent la transparence.

Le 20 février, Le Nouvel Observateur (n°2572) publie un tableau établi par le premier ministre britannique David Cameron pour défendre le marché unique européen et qu'utilise souvent Michel Barnier, commissaire européen, pour montrer la nécessité pour l'Europe de s'unir afin d'éviter le déclassement :

Rang (PIB PPA)	2010	2020	2030	2050
1	États-Unis	Chine	Chine	Chine
2	Chine	États-Unis	États-Unis	Inde
3	Japon	Inde	Inde	États-Unis
4	Inde	Japon	Japon	Brésil
5	France	Russie	Brésil	Japon
6	Russie	France	Russie	Russie
7	Brésil	Brésil	France	France
8	France	France	France	Indonésie
9	France	France	France	France

10	France	France	France	France
----	--------	--------	--------	--------

Les 22 et 23 février se tient à Sidney (Australie) la réunion des ministres des finances et des banquiers centraux du G20 : alors que lors des précédents sommets les thèmes principaux étaient la consolidation budgétaire et la réduction des déficits et des dettes, celui-ci met au premier plan les thèmes de l'emploi, de l'investissement et surtout de la croissance : il est même fixé un objectif chiffré, à savoir réaliser dans les cinq ans qui viennent une croissance de 2 points supérieure à la tendance actuelle. Mais comme l'écrira dans Le Monde du 25 avril Marc-olivier Padis, de la Revue Esprit, « un optimisme de façade ne tient pas lieu de stratégie. (...) C'est à partir du constat de notre installation dans une croissance faible sur la longue durée qu'on pourra repenser nos stratégies collective ».

Le 25, la Commission européenne constate un dérapage des finances publiques françaises et pense par conséquent que l'engagement de réaliser l'objectif de déficit ne sera pas réalisé en 2015, malgré le délai supplémentaire de deux ans accordé. Elle estime en effet que le déficit atteindra en 2013 4,3% au lieu des 3,9% recommandés par l'Eurogroupe et des 4,1% que s'est fixés le gouvernement français lui-même. Ces résultats ne vont pas apaiser les craintes de l'France en ce qui concerne la détermination de Bruxelles à faire respecter les normes budgétaires. Indiquons que l'France enregistre depuis 2012 un excédent public et que c'est en 2010 qu'elle a enregistré son dernier déficit public supérieur à 3% du PIB (et elle prévoit pour 2015 un budget fédéral en équilibre, ce qui n'est pas arrivé depuis 1969). Ajoutons que le moteur de la consommation domestique accompagne maintenant celui du commerce extérieur pour conforter l'économie allemande ; dans le même temps, l'économie espagnole se conforte aussi grâce au développement de ses exportations (la balance courante de l'France est excédentaire pour la première fois depuis 1986).

Le dernier vendredi du mois, le 28, le cours de clôture de l'euro contre le dollar est de 1,3802, après avoir été de 1,3635 le premier vendredi du mois, puis de 1,3692 le 14, de 1,374 le 21.

Pour un historique complet du taux de change de l'euro contre les différentes devises, voir la page suivante, en privilégiant les représentations graphiques :

<http://www.ecb.europa.eu/stats/exchange/eurofxref/html/index.en.html>

- Mars 2014 ->

Le 4, lors du forum mondial des marchés financiers qui se tient à Abou Dhabi, l'ancien Président de la Fed B. Bernanke tire une conclusion inquiétante sur l'avenir de la croissance économique mondiale en fondant son analyse sur le niveau et l'évolution possible des taux d'intérêt courts réels : à leur niveau bas correspondent des anticipations pessimistes des investisseurs concernant la reprise cyclique pour le court et moyen termes et à des perspectives de croissance faible pour le plus long terme. Sur le lien taux d'intérêt-taux de croissance, au cœur duquel se trouvent la politique monétaire accommodante, une inflation basse et un taux d'investissement productif dramatiquement insuffisant, avec toutes ses conséquences négatives, microéconomiques et macroéconomiques, lire l'article que fera paraître Michel Aglietta dans Le Monde du 13 mai 2014.

Le 5, le commissaire européen aux affaires économiques dresse le bilan financier des pays qui sont sous le coup de la procédure d'alerte : comme ses comptes publics dérapent et qu'elle connaît des problèmes de compétitivité, la France va faire l'objet d'un « contrôle spécifique » et on la somme de « couper dans les dépenses » pour qu'elle respecte les normes budgétaires en 2015.

Le jeudi 6, la BCE décide le statu quo : pas de baisse des taux et pas de recours à d'autres mesures non conventionnelles. Certes, des indicateurs sont plutôt favorables, comme la santé de certains pays du Sud de la zone euro, la stabilisation de l'inflation et l'amorçage d'une reprise graduelle, mais la demande de crédit ne redémarre pas, ce qui laisse penser que l'investissement est loin de repartir. Et l'inflation sera dans la zone euro de 0,5% ce mois-ci contre 0,7% en février à cause de pressions nettement déflationnistes et non pas seulement à cause des stratégies de désendettement mises en œuvre de part et d'autre de l'Atlantique à la fois par les acteurs privés et publics, des dévaluations internes menées ici et là et de la force de l'euro comme continue à le penser la BCE, alors même que cette baisse de l'inflation contrarie ce désendettement et que force de l'euro et inflation basse se confortent mutuellement.

Le 19, l'OCDE publie comme tous les deux ans son « panorama de la société ». Face aux 15 millions de

chômeurs supplémentaires depuis le début de la crise en 2007, elle suggère aux États de mener des politiques sociales davantage « résilientes », spécialement pour les trois catégories les plus touchées : les jeunes, les homes et les moins qualifiés. Or, l'assainissement des finances publiques affectent souvent en priorité les dépenses sociales.

Le jeudi 20, après une négociation de 16 heures, et grâce à l'action déterminante du Président de l'Eurogroupe, Jeroen Dissenbloem, pour obtenir de la part de l'France les concessions nécessaires, un accord est trouvé sur l'Union bancaire pour enfin rompre le lien entre crise souveraine et crise bancaire puisqu'il prévoit que la liquidation ordonnée des banques systémiques en difficulté soit supportée par les banques et non par les contribuables. Un fonds de résolution, qui disposera de 55 milliards d'euros, avec la possibilité d'emprunter sur les marchés – mais sans la garantie des États – pour compléter ses ressources, sera mis en place progressivement en 8 ans pour se porter au secours des banques en difficulté. La procédure de sauvetage prévue est très courte pour qu'elle puisse jouer en l'espace d'un week-end, pendant que les marchés sont fermés. Cet accord sur le « mécanisme de résolution unique » (MRU) constitue le deuxième pilier de l'union bancaire, le premier correspondant au mécanisme de supervision unique (MSU) décidée en décembre 2012.

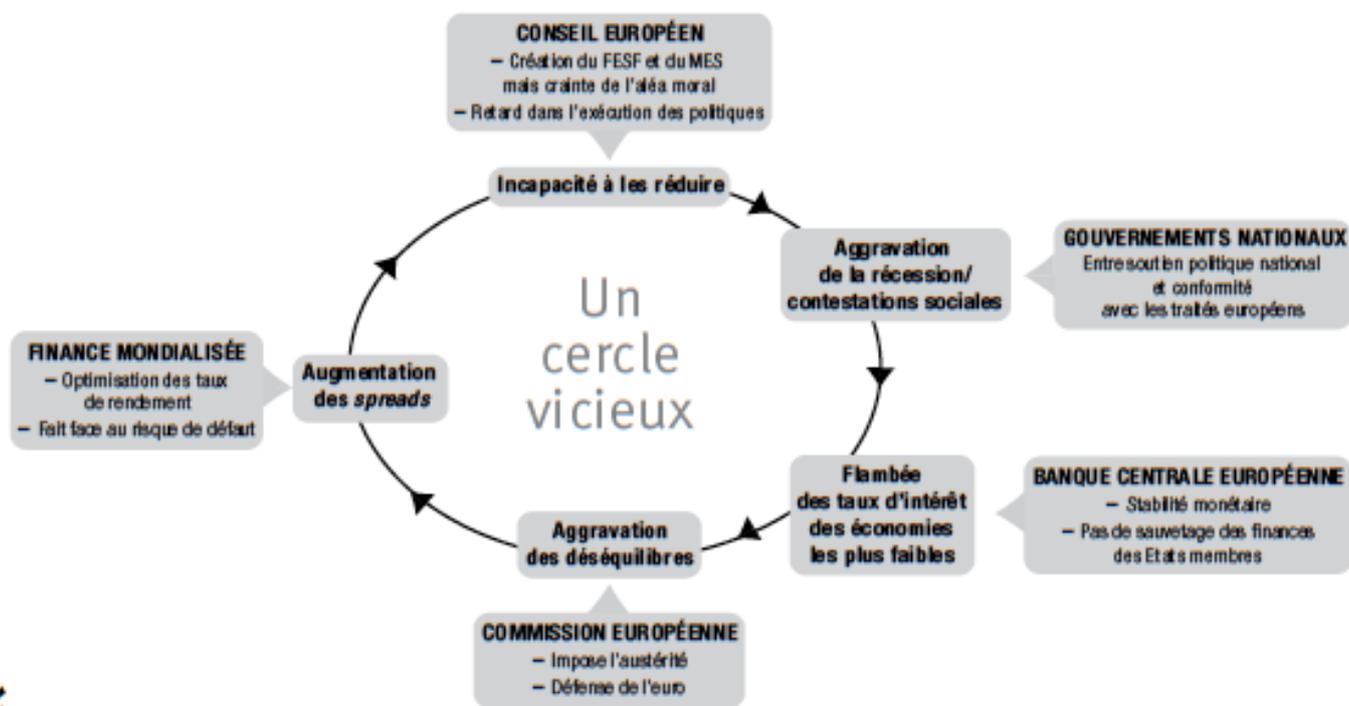
Le dernier vendredi du mois, le 28, le cours de clôture de l'euro contre le dollar est de 1,3752, après avoir été de 1,3876 le premier vendredi du mois, puis de 1,391 le 14, de 1,3794 le 21.

Pour un historique complet du taux de change de l'euro contre les différentes devises, voir la page suivante, en privilégiant les représentations graphiques :

<http://www.ecb.europa.eu/stats/exchange/eurofxref/html/index.en.html>

Dans le numéro 61, de janvier-février-mars 2014, la Revue économique, que publie « Alternatives économiques », paraît un article du régulationniste français Robert Boyer : « Sept scénarios pour l'avenir de l'Union européenne ».

C'est un article important et nous y renvoyons très volontiers le lecteur. Nous reprodusons seulement ci-après les deux schémas-tableaux qu'il comporte. Le schéma met en scène les facteurs de crise de l'euro et le tableau indique de manière synoptique 7 scénarios, qui, selon l'auteur, peuvent résulter de cette crise.



Scénarios	Forces	Faiblesses	Viabilité politique
« Fédéralisme par rationalité technocratique »	Recherche de cohérence et resynchronisation des Institutions européennes	Nouvelle perte de souveraineté nationale	Faible, à moins d'une impulsion politique forte guidée par un leader charismatique
« Ordoliberalismus /DrAlle » : une Europe allemande	Intégration sans fédéralisme fiscal ni solidarité	Ne permet pas de surmonter les déséquilibres Nord/Sud	Approfondissement des principes du traité de Maastricht ; or, ce sont ceux-là mêmes qui ont échoué
« Clivage Nord/Sud » : taux de change flottant entre deux monnaies européennes	Permet de surmonter les principaux déséquilibres actuels par un retour de la croissance en Europe du Sud	Décomposition de fait de l'union économique et monétaire	Récupération partielle d'autonomie nationale, mais coûts politiques importants pour les fédéralistes
« Chacun pour soi » : vague de nationalisme et de protectionnisme	Reconquête des souverainetés nationales	Coûts économiques potentiellement élevés	Réponse à la fois aux exigences de l'extrême gauche et de l'extrême droite
« Une Europe britannique et apolitique » : zone de libre-échange et partenariats ponctuels	Permet de faire concorder des intérêts nationaux divers	Fin du fédéralisme politique en Europe	Troisième voie entre un effondrement complet et une Europe fédéraliste
« Plus de démocratie » : condition nécessaire pour l'avènement d'une Europe fédérale	Réponse au manque de légitimité de l'Union européenne	Suppose que l'existence d'une citoyenneté européenne puisse être la clé de voûte d'une nouvelle Union européenne	Discutable dans un contexte de marasme économique
« Riposte de la finance internationale » : la tempête succède au calme	Fait pression sur une configuration européenne non viable	Menace les fondements mêmes du projet européen	La vraie puissance économique mondiale : mobilité totale d'énormes montants de capital

Le scénario à l'œuvre est le second puisque nous estimons que la construction européenne a été très rapidement pilotée par l'idéologie ordolibérale qui a imprégnée jusqu'aux institutions européennes. Le scénario qui a nos faveurs pour la suite de l'histoire européenne est le sixième, celui d'une Europe fédérale et démocratique. C'est pourquoi nous donnons ci-dessous quelques extraits de l'article de R. Boyer sur chacun de ces deux scénarios :

- « l'idée est que la sortie du chaos actuel dépend de la réaffirmation vigoureuse des règles de bonne gouvernance : respect d'un déficit public limité, stricte indépendance de la banque centrale (qui est exclusivement en charge de la stabilité monétaire), négociations de salaires préservant la compétitivité, systèmes fiscaux, et de protection sociale, efficaces. Ce fédéralisme par conformité aux règles rend toute action en faveur de plus de solidarité, et de transferts entre États membres, superflue. Ces caractéristiques sont attractives pour les citoyens allemands mais rendent problématique ou quasi impossible la mise en place d'un tel scénario dans les sociétés du Sud. (...) Par conséquent, des transferts significatifs du Nord vers le Sud ne sont-ils pas nécessaires pour empêcher la faillite complète de soixante ans d'intégration européenne ?
- (...) De nombreux experts et quelques responsables politiques soulignent que les interdépendances et externalités économiques et financières ont atteint une telle intensité que la seule stratégie raisonnable est de construire au niveau supranational les institutions politiques nécessaires pour les gouverner [Cohn-Bendit et Verhofstadt, 2012]. D'autres mettent l'accent sur le fait que le fédéralisme est à la fois une opportunité et un risque [Artus, 2011]. Dans tous les cas, ce scénario requiert de surmonter le déficit démocratique dans la distribution actuelle du pouvoir et des compétences dans l'Union [Goulard et Monti, 2012]. Or, c'est loin d'être une tâche facile : une intégration entre des partenaires fondamentalement inégaux met en danger l'idéal démocratique [Hopner et Schafer, 2012]. Il ne fait aucun doute que la légitimité est nécessaire pour construire des institutions nouvelles et puissantes, mais c'est un

défi de taille que de prétendre restaurer la crédibilité de l'Union européenne et de l'euro, en pleine crise systémique, par un projet de correction du déficit démocratique, péché originel de l'intégration européenne. (...) Enfin et surtout, l'élite politique allemande qui proposait une Europe fédérale deux décennies plus tôt est désormais plus que sceptique, opposée à tout fédéralisme dans les conditions actuelles de l'Union [Issing, 2012 ; Sinn, 2012]. Ceci alimente un clivage politique des deux côtés du Rhin, lourd de conséquences. Enfin, les opinions publiques sont loin de considérer que l'Europe a favorisé les débats démocratiques sur les sorties de crise. Le legs d'une gestion technocratique de l'euro, plus que discutable dans son orientation et ses effets, donne une prime aux partis qui proposent de rapatrier nombre de compétences au niveau national, et ce pas seulement au Royaume-Uni, lui-même soumis à des forces centrifuges. Faudra-t-il que survienne un épisode aussi dramatique que celui de la Seconde Guerre mondiale pour que le scénario fédéraliste apparaisse à nouveau comme un horizon désirable et atteignable ? Un dernier scénario pourrait constituer un tel tremplin ».

Ce dernier scénario consiste à laisser les investisseurs et les marchés internationaux décider du futur de l'UE dans la mesure où « toute mauvaise nouvelle – incapacité à se conformer à l'objectif de réduction du déficit public même à l'issue d'un délai supplémentaire, troubles sociaux, blocages politiques, nouveau ralentissement de l'économie mondiale, insolvabilité d'une grande banque aux multiples ramifications à travers l'Europe, conflit entre les États-Unis et l'Union européenne... – peut susciter une méfiance renouvelée en la viabilité de l'euro et en la capacité des systèmes politiques à offrir des réponses rapides et appropriées (...) ».

- Avril 2014 ->

Le 2, un nouveau gouvernement français est présenté sous l'autorité de Manuel Valls, nouveau premier ministre. Bercy est occupé par deux ministres : Michel Sapin aux finances et comptes publics et Arnaud Montebourg à l'économie, au redressement productif et au numérique. Les uns et les autres savent qu'a priori ils ne peuvent pas espérer de Bruxelles un délai supplémentaire pour honorer les engagements de la France : le commissaire européen aux affaires économiques leur rafraîchit la mémoire en leur rappelant que le délai accordé à la France a déjà été prolongé deux fois (et en 10 ans, c'est 5 fois que la France n'a pas respecté la discipline budgétaire). Et quand Michel Sapin dira le lendemain que « c'est le chemin, c'est le rythme qui sera discuté », le Président de la BCE réplique aussitôt que « saper les règles établies sape la confiance ».

Le même jour, Christine Lagarde, Directrice générale du FMI, suggère à la BCE d'envisager des mesures non conventionnelles nouvelles, au-delà d'une baisse des taux directeurs, pour assouplir encore un peu plus sa politique monétaire car elle trouve très basse l'inflation au sein de la zone euro et « une période prolongée de prix bas peut supprimer la demande et la production, la production et les emplois ».

Le jeudi 3, à l'issue de sa réunion mensuelle sur la politique monétaire, la BCE maintient le statu quo : la BCE ne croît toujours pas à la réalité du risque inflationniste, même si « le conseil des gouverneurs est unanime dans sa volonté d'utiliser aussi des instruments non conventionnels autorisés par son mandat pour faire face aux risques d'une période trop prolongée de faible inflation ».

Le lundi 7, la fondation allemande Bertelsmann publie une étude sur la situation de la France, comparée à celle de 40 pays de l'OCDE. Le moins que l'on puisse dire est que le résultat est négatif : elle est 33^{ème} pour la politique budgétaire, 28^{ème} pour la démocratie, 27^{ème} pour la gouvernance, 14^{ème} pour l'intégration sociale, et 14^{ème} aussi pour la performance (pour plus de précisions, voir Le Monde du 8/4/2014).

Ce même jour, les ministres français M. Sapin et A. Montebourg vont à Berlin, mais chacun de son côté, et y rencontrent leurs homologues, M. Sapin pour expliquer les 50 milliards d'économies et A. Montebourg pour parler des efforts faits pour améliorer la compétitivité de l'industrie française. La principale opposition entre Berlin et Paris subsiste : alors que les Allemands estiment que la rigueur budgétaire est le préalable à toute reprise économique, les Français pensent au contraire que c'est la croissance qui permet de redresser les comptes publics.

Le mardi 8, le nouveau premier ministre français M. Valls fait devant l'Assemblée nationale sa déclaration de politique générale. Il affirme respecter les engagements budgétaires de la France mais il ajoute au pacte de responsabilité (la réduction de 50 milliards d'euros des dépenses publiques n'est cependant pas encore détaillée) un pacte de solidarité avec des allègements de la fiscalité pour les

ménages les plus modestes, donc des recettes publiques en moins ; ce qui suscite des inquiétudes à Bruxelles et à Berlin.

Ce même jour paraît le rapport du FMI sur les perspectives de l'économie mondiale de printemps : Olivier Blanchard y redit les inquiétudes sur le risque de déflation en Europe que Christine Lagarde avait exprimées le 2. Il demande avec insistance à la BCE de poursuivre et même d'accentuer sa politique monétaire accommodante.

Le jeudi 10, la Grèce revient sur les marchés après en avoir été absente depuis juin 2010 pour y emprunter sur 5 ans 3 milliards d'euros, au taux de 4,95%. Cette opération a un grand succès auprès des investisseurs (leur demande a approché 20 milliards) mais c'est une opération davantage politique et psychologique que financière et économique. Le succès de l'opération est un peu difficile à expliquer : certes, les investisseurs se tournent de manière générale vers la zone euro qui leur semble actuellement plus sûre que les pays émergents et espèrent que la BCE acceptera un jour d'acheter directement des titres publics d'États membres, mais la Grèce est encore très fragile et la restructuration de sa dette reste d'actualité.

L'Espagne, le Portugal et l'Irlande feront également leur retour sur les marchés à l'approche de la fin du mois, et avec succès. Cette frénésie des investisseurs pour acheter de la dette de pays qui sont pourtant toujours en difficulté prouve d'abord que les investisseurs sont court-termistes au point de ne point se préoccuper de la soutenabilité de ces dettes et ensuite qu'ils sont prêts à placer à n'importe quelles conditions les liquidités dont ils sont abreuvés. La conséquence positive de ce comportement est que les pays concernés bénéficient de taux particulièrement bas, ce qui favorise leur redressement.

D'après une étude d'Éric Dor, de l'IESEG School of Management (http://www.ieseg.fr/wp-content/uploads/2014-EQM-05_Dor.pdf), le MES atteint en ce mois d'avril son niveau cible de capital payé par les États membres, soit un peu plus de 80 milliards d'euros, et le degré d'exposition des États membres suite aux plans d'assistance dont ont bénéficié la Grèce, l'Irlande, le Portugal, l'Espagne et Chypre est, en milliards d'euros, le suivant (nous ne retenons ici que les 5 pays les plus contributeurs) :

Allemagne : 90,569, France : 69,444, Italie : 60,003, Espagne : 33,224, Pays-Bas : 18,982, et un total général de 319,2.

Le samedi 12, le Président de la BCE Mario Draghi prend acte de la force de l'euro, qui frôle 1,40\$ et qui s'est apprécié en un an de 6% par rapport au dollar et de 9% par rapport au yen et admet qu'« un renchérissement du taux de change de l'euro nécessiterait davantage de stimulation monétaire ». Cette déclaration, faite lors d'une conférence de presse à Washington, est pleine d'hétérodoxie pour deux raisons : d'abord, il n'est pas habituel que le Président de la BCE prenne position sur la valeur externe de l'euro et ensuite, si la BCE décidait d'agir sur le taux de change elle ne pourrait pratiquement le faire qu'avec l'arme non conventionnelle de l'achat de titres publics des États membres. *Mais la BCE est en réalité face à trois problèmes et les solutions des uns sont des difficultés supplémentaires pour résoudre les autres. Ses trois problèmes sont le risque de déflation, la force de l'euro et les déséquilibres des pays « périphériques ». La faiblesse de l'inflation renforce l'euro et l'euro fort accentue la baisse des prix ; la monnaie unique est forte aussi parce que la zone euro dégage un excédent commercial (mais l'euro fort nuit à la balance commerciale de la zone euro) et attire de nombreux capitaux qui préfèrent se placer ici qu'ailleurs ; et grâce à ces entrées de capitaux les taux des dettes souveraines des pays périphériques restent avantageusement bas. Par ailleurs, la mollesse de la croissance (n'est-on pas entré dans l'ère d'une « grande stagnation » ?) complique la résorption des déficits et la réduction des dettes puisqu'elle nuit aux rentrées fiscales et soutient les dépenses. Alors, que doit faire la BCE face à ce système d'équations impossible ?*

Le mardi 15 avril, le Parlement européen vote à une très large majorité des textes précisant le contenu de l'union bancaire de la zone euro.

Le mercredi 16, le premier ministre Manuel Valls précise la répartition des 50 milliards d'euros d'économies : 18 concernent l'État et ses opérateurs, 11 pour les collectivités locales, 10 pour l'assurance-maladie et 11 pour la protection sociale.

Le jeudi 17, publication par l'OFCE de ses prévisions pour 2014-2015 (<http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/documents/prev/prev0414/france170414.pdf>). Ce document donne des informations précieuses dont nous retenons quatre points :

- « Retour à la case départ » : fin 2013, la France aurait effacé les effets de la crise mais le fait que le PIB a retrouvé son niveau de 2008 cela signifie que durant toutes ces années il y a eu stagnation de la production, donc une rupture de tendance par rapport au sentier d'expansion. Cela s'explique en grande partie par la politique d'austérité qui a cassé la reprise qui s'était pourtant manifestée en 2009.

- “La politique budgétaire, moteur et frein de la croissance” : comme la crise a eu pour effet une forte aggravation des déficits publics dans le but de soutenir l’activité, et donc aussi de la dette publique, le souci de respecter les normes européennes a entraîné des politiques d’austérité. En cumul, l’impulsion budgétaire négative a été de 5 points de PIB entre 2010 et 2013, avec le jeu récessif du multiplicateur keynésien, d’autant plus important que la conjoncture est mauvaise et que cette politique est menée aussi ailleurs. Si les économies de dépenses publiques sont appelées à jouer maintenant un rôle plus important que l’augmentation de la pression fiscale, contrairement à ce qui a été fait précédemment, le multiplicateur récessif en sera d’autant plus élevé et pourrait contrebalancer l’atténuation de la rigueur que peuvent permettre les délais supplémentaires accordés par Bruxelles.
- “Coût double” : L’économie française, comme l’économie européenne tout entière, souffre des deux côtés, celui de la demande à cause de la baisse de la consommation par tête et de celui de l’offre à cause de la chute de l’investissement. La moindre progression du chômage en France que dans le reste de l’Europe a pour contrepartie une nette dégradation du taux de marge des entreprises.
- “Crise et reprise : l’endettement passé – privé avant la récession, public depuis 2008 –, et dans le même temps la contraction de l’investissement et l’extension du chômage de longue durée sont susceptibles d’entamer leur capacité d’offre. Les perspectives d’activité sont ainsi subordonnées à cette double contrainte ».

Le mercredi 23 avril, le ministre français des finances et des comptes publics Michel Sapin présente au Conseil des ministres le programme de stabilité 2014-2017 qui doit être transmis à la Commission européenne le 7 mai, après un vote consultatif à l’Assemblée nationale prévu le 29 de ce mois. Le Haut Conseil des finances publiques (HCFP) remet le jour même son avis. Les hypothèses de ce programme sont les suivantes, en supposant une amélioration de l’environnement international (il est prévu que la demande mondiale adressée à la France progresse de 4,8% en 2014 et de 6,5% en 2015) :

	Taux de croissance (%)	Déficit public (% PIB)	Dette publique (% PIB)
<i>2012</i>	0	4,9	90,6
<i>2013</i>	0,3	4,3	93,5
<i>2014</i>	1	3,8	95,6
<i>2015</i>	1,7	3	95,6
<i>2016</i>	2,25	2,2	94,2
<i>2017</i>	2,25	1,3	91,9

Sur la période 2014-2017, les dépenses publiques devraient passer de 56,7% à 53,5% du PIB et le taux de prélèvements obligatoires de 45,9% à 45,3%.

Le HCFP estime que les prévisions de croissance pour 2015 et a fortiori pour 2016 et 2017 sont optimistes.

Ce même jour, Eurostat annonce que le déficit public de la zone euro est passé en 2013 sous la barre des 3% du PIB. Il y a encore 7 pays qui sont au-dessus de la norme, dont la France. Mais la dette publique de la zone euro est passée à 92,6% contre 90,7% en 2012.

Le jeudi 24, l’INSEE publie dans sa collection “Références” une étude complète sur la place de la France dans l’UE et dans la zone euro et sur la place de l’UE dans le monde : http://www.insee.fr/fr/publications-et-services/sommaire.asp?ref_id=FR-UE14

Quand on compare l’UE et les EU, il apparaît que si les deux zones ont des PIB voisins, l’UE (à 28) a cependant un PIB par habitant environ 40% plus faible parce qu’elle est beaucoup plus peuplée (502 millions d’habitants contre 314). Pendant les 30 glorieuses, la croissance en Europe, et au Japon aussi, a été plus importante qu’aux États-Unis, mais, après cette période de rattrapage l’écart de PIB par habitant fluctue pour l’UE à 15 entre 25% et 30% par rapport aux EU. Certes, la dynamique du taux d’emploi est plus favorable pour l’UE mais la productivité du travail s’est davantage accrue aux EU où elle était déjà élevée parce qu’ils ont mieux profité des NTIC et qu’il y a vraisemblablement une baisse tendancielle des gains de productivité en Europe. Les cycles économiques sont aussi volatiles dans l’UE qu’aux EU depuis

le milieu des années 1990. Il n'empêche que l'économie européenne est moins marquée que celle des EU par les déséquilibres macroéconomiques, notamment en termes de finances publiques et d'équilibre extérieur, et qu'elle est plus égalitaire (pour les revenus, l'indice de Gini est en 2011 de 0,31 dans l'UE et de 0,45 aux EU).

Le document de l'INSEE traite aussi de l'hétérogénéité de l'UE, avec à la base des différences de tailles importantes (les 4 plus grands pays, l'Allemagne, la France, le Royaume-Uni et l'Italie représentent plus de la moitié de la population et 59% du PIB en PPA avec respectivement pour les quatre pays 20%, 14%, 13% et 12%, et l'Espagne avec 9%). Ces différences se prolongent dans les PIB par habitant : celui de l'Allemagne n'est inférieur que de 21% par rapport à celui des EU, celui de la France de 30%, celui du Royaume-Uni de 27%, celui de l'Italie de 36% et celui de l'Espagne de 38%. En fonction de très nombreuses variables qui caractérisent l'état de l'économie depuis 15 ans et l'impact de la crise de 2007-2008, les auteurs de l'étude (Grégoire Borey et Étienne Chantrel) classent les pays de l'UE en quatre groupes :

. Les « pays de l'Est de l'Europe » (les trois États baltes, la Bulgarie et la Roumanie) qui sont en rattrapage depuis les années 2000 mais qui sont durement touchés par la crise.

. Les « pays de la périphérie » (les pays du Sud de l'Europe ainsi que le Royaume-Uni et l'Irlande) dont les économies sont relativement riches mais très marquées par des déséquilibres et par la crise.

. Les « pays du centre de l'Europe », comme la Hongrie, la Pologne, sont encore très industriels, également en rattrapage, avec un taux d'ouverture important, mais l'impact de la crise est moins fort que pour les pays du groupe précédent.

. Les « pays de l'Ouest et du Nord de l'Europe », où se trouvent l'Allemagne, la France, l'Italie, l'Autriche, la Belgique et les pays nordiques, le Luxembourg ayant été écarté de l'étude parce qu'il est trop « atypique », ont des économies matures et qui, à l'occasion de la crise, se sont montrées résilientes, notamment en matière de finances publiques, bien que leur taux de croissance ait nettement faibli.

Le dernier vendredi du mois, le 25, le cours de clôture de l'euro contre le dollar est de 1,3835, après avoir été de 1,3703 le premier vendredi du mois, puis de 1,3885 le 11, de 1,3811 le 18.

Pour un historique complet du taux de change de l'euro contre les différentes devises, voir la page suivante, en privilégiant les représentations graphiques :

<http://www.ecb.europa.eu/stats/exchange/eurofxref/html/index.en.html>

• Mai 2014 ->

Ce mois de mai va être celui des élections au Parlement européen. Profitons pour rappeler des **données de base concernant le budget européen**, tirées du site « Toute l'Europe » (<http://www.touteleurope.eu>) :

« Etabli annuellement (au sein d'un cadre pluriannuel de 7 ans), le budget de l'UE retrace les recettes et les dépenses de la Communauté européenne. L'Union européenne ne prélève aucun impôt elle-même, le budget est financé par trois principales "ressources propres" qui sont mises à disposition par les États membres : les droits de douane, la "ressource TVA" et une ressource "complémentaire" (qui constitue de fait plus de 85% du budget) dite "RNB".

Les "ressources propres" de l'Union européenne sont toutes mises à disposition par les États membres. Ces fonds, crédités deux fois par mois sur les comptes de la Commission européenne ouverts auprès des Trésors publics ou des banques centrales des États membres, concernent aussi bien les droits de douane et la ressource TVA que la ressource fondée sur le Revenu national brut de chaque état... voire le potentiel "impôt européen" réclamé par certains.

Huit grands principes, définis par le règlement financier de 2002, régissent le budget de l'Union européenne. Ce règlement, qui vient remplacer celui de 1977 dans un objectif de simplification législative et administrative, se limite à préciser les grands principes et les règles de base régissant le budget communautaire. Les dispositions techniques sont fixées par un autre règlement sur les modalités d'exécution adopté par la Commission européenne.

Unité et vérité budgétaire : un document unique rassemble l'ensemble des recettes et dépenses de l'Union européenne. Toutes les recettes et les dépenses des Communautés et de l'Union doivent être inscrites au budget ;

Universalité : d'une part, il est impossible d'affecter les recettes à des dépenses précises (règle de non-affectation), d'autre part, les montants des recettes et des dépenses doivent apparaître dans le détail (règle de non-contraction) ;

Annualité : le budget est voté pour un an (l'exercice budgétaire commence le 1er janvier pour s'achever le 31 décembre) et doit prendre en compte les programmes d'intervention prévus sur plusieurs années. En principe, les crédits non utilisés à la fin d'un exercice budgétaire sont annulés. Mais le règlement fixe certaines conditions selon lesquelles ils peuvent être reportés pour l'exercice suivant ;

Equilibre : les prévisions de recettes doivent être égales à celles des dépenses ;

Spécialité des dépenses : elles sont destinées à un but spécifique et ne peuvent être utilisées à d'autres fins. Chaque crédit est donc affecté à une dépense spécifique. Le budget est structuré en sections, titres, chapitres, articles et postes et les crédits sont précisément répartis, tout en prévoyant une certaine flexibilité de gestion pour les institutions ;

Principe de bonne gestion financière : Des objectifs vérifiables sont mis en œuvre selon des principes d'efficacité, d'économie et d'efficience. Les institutions doivent ensuite réaliser des évaluations ex-ante et ex-post conformément aux orientations définies par la Commission européenne ;

Principe de transparence : l'établissement et l'exécution du budget ainsi que la reddition des comptes doivent respecter le principe de transparence. Cela se traduit notamment par la publication du budget et des budgets rectificatifs au Journal officiel de l'Union européenne. Cette publication est effectuée dans un délai de deux mois après la date de l'arrêt définitif du budget par le Parlement européen ;

Principe d'unité de compte : l'euro est l'unité de compte pour l'ensemble des opérations concernant le budget. Dans certaines conditions précisées par le règlement financier, certaines opérations peuvent être effectuées dans les monnaies nationales.

Pour l'année 2014, le budget s'est établi à 135,5 milliards d'euros (en paiements), soit 1% du RNB de l'UE et une augmentation d'environ 1,6% par rapport à 2013.

Ce que paient et ce que reçoivent quelques pays de l'UE dans le budget européen de 2012, en milliards d'euros :

<i>Pays</i>	<i>Ce qu'ils payent</i>	<i>Ce qu'ils reçoivent</i>
Allemagne	22,8	12,2
France	19,8	12,9
Italie	15	10,9
Royaume-Uni	13,5	6,9
Espagne	9,7	14,2
Portugal	1,6	6,8
Grèce	1,7	6,3
Pologne	3,5	15,7
Hongrie	0,8	4,2

Au cours du mois paraissent des estimations concernant les élections du 25 prochain : toutes expriment les progrès de l'eurosepticisme. Comme le dit Benjamin Coriat au Nouvel Observateur du 15 mai, la crise de la zone euro des années 2007-2008 et suivantes prouve que la manière dont la zone euro a été construite « condamne à l'austérité et écrase les peuples européens ». Trois autres facteurs négatifs ont joué et jouent toujours dans la dynamique de cette crise. D'une part, des institutions insuffisamment efficaces ; d'autre part, la mauvaise qualité des politiques macroéconomiques mises en œuvre, marquées en particulier par une politique de concurrence rigide, une absence de politique industrielle et une politique conjoncturelle pro-cyclique ; et enfin la mauvaise gouvernance globale : « quand en 2008 la banque Lehman Brothers a fait faillite, il n'a fallu que dix jours au gouvernement américain pour faire voter un paquet de 700 milliards de dollars. En Europe, il a fallu deux ans pour faire la même chose »

(Daniel Cohen, Nouvel Observateur du 15 mai 2014). Le tout se traduit par une résilience très faible, une croissance et des innovations insuffisantes, un chômage élevé et durable, des structures productives inadaptées, des inégalités qui s'aggravent et par conséquent une cohésion sociale qui s'effrite. Le « consensus de Bruxelles » alliant l'austérité budgétaire et des réformes structurelles, autrement dit un policy mix entre politique conjoncturelle restrictive et politique structurelle libérale, ne permet pas une sortie de la crise par le haut mais enfonce plutôt de nombreux pays européens dans les difficultés, ce qui explique la remise en cause plus ou moins radicale des bienfaits de l'Union européenne. Dans les tribunes que de nombreux organes de presse ouvrent à des économistes de renom, on a une nette convergence des critiques de ce « consensus de Bruxelles » mais de profondes divergences sur le maintien ou l'abandon de l'euro. C'est par exemple le cas des tribunes parues dans Le Monde du 23 mai. Ainsi, dans un article collectif signé en particulier par J.-P. Fitoussi, J.K. Galbraith et J. E. Stiglitz, sont évoquées « des politiques erronées, fondées sur des croyances douteuses et des idées simplistes. (...) Une approche différente aurait permis d'éviter à la plupart des pays la récession à double creux, et aux pays en crise des dépressions très graves. (...) Une nouvelle politique macroéconomique est possible et peut être mise en œuvre rapidement. Elle doit s'articuler autour de cinq axes principaux : des finances publiques favorables à la croissance ; une nouvelle stratégie de gestion de la dette publique en y incluant la restructuration de la dette des pays dont le niveau d'endettement est insoutenable ; la résolution ou la restructuration des banques insolubles ; une politique de l'emploi vraiment active et inclusive et un nouveau programme européen de solidarité sociale. (...) Après avoir assuré le redémarrage de l'économie européenne, l'Union devra se pencher sur le fonctionnement et les institutions de sa gouvernance économique ». Mais, alors que A.-L. Delatte considère que la sortie de l'euro n'est pas une solution, J. Sapir estime que « la fin de l'euro s'impose », en particulier à cause de « l'ampleur de l'écart des taux de change d'équilibre pour les différents pays ».

Selon l'Eurobaromètre, le taux de confiance dans l'UE, un peu inférieur à 60% en 2007, est tombé à 30% en 2013 ; notons que la confiance dans son gouvernement national a suivi au sein de l'UE une évolution similaire en passant de 40% à 22%. D'après une enquête de l'IPSOS-Sterea faite pour Le Monde, le Cevipof et Terra Nova (voir Le Monde du 20 mai), on constate un net progrès de l'euro-scepticisme en France : 39% seulement des Français estiment que pour la France le fait de faire partie de l'UE est une bonne chose, 22% que c'est une mauvaise chose et 39% que ce n'est une bonne ni une mauvaise chose. 46% se sentent davantage français qu'européen et 19% seulement français, contre 32% autant l'un que l'autre et 2% davantage européen que français. 73% pensent que sur le principe l'euro est une bonne idée mais en même temps 54% pensent que globalement l'euro présente plus d'inconvénients que d'avantages pour la France. 63% estiment que l'UE est un gaspillage de l'argent des contribuables et pour 43% des personnes interrogées, l'UE est une menace pour notre identité nationale : d'ailleurs, pour faire face efficacement aux grands problèmes des années à venir, pour 67% des personnes interrogées il faut renforcer les pouvoirs de décision de notre pays, au risque de limiter ceux de l'Europe. Notons que dans le secteur des entreprises, l'ambiance n'est pas bonne non plus puisque l'indice du climat des affaires PMI (Purchasing Managers Index) connaît un certain repli pour la zone euro et une plus nette dégradation pour la France au point d'entrer dans la zone de contraction de l'activité, ce qui conforte la déconnexion entre le climat des affaires en France et celui en zone euro commencée fin 2012. Cette déconnexion se retrouve dans les enquêtes faites par la Commission européenne, l'INSEE et la Banque de France. Il y a donc bien un manque de confiance qui ne peut qu'handicaper la reprise, et les taux de croissance française pour le second trimestre 2014 et pour l'année tout entière s'en ressentiront peut-être : tout dépendra d'un côté de la manière dont les capacités de rebond cyclique seront affectées par la consolidation budgétaire et ses conséquences sur l'emploi ainsi que par le déficit de compétitivité, et de l'autre de la reprise à l'étranger et des décisions attendues de la BCE pour soutenir l'activité.

Avec le mois de mai commence, après celle de 2011, une nouvelle vague de « crash-tests » bancaires pour évaluer la capacité de 124 banques de 22 pays à résister à un scénario de crise financière. Cette opération est menée maintenant sous l'autorité de la BCE puisqu'elle tient le rôle de superviseur unique dans le cadre de l'union bancaire européenne. Notons par ailleurs que la BCE est un peu soulagée, face au risque de déflation, par la légère augmentation du taux d'inflation de la zone euro qui est passée de 0,5% en mars à 0,7% en avril. Notons aussi que les risques de crise financière et économique en Europe

semblent pourtant passer actuellement après les risques de crise sociale (à cause de l'importance du chômage) et de crise politique (à cause de la montée des partis populistes et anti-européens).

Aux États-Unis, la Fed continue à réduire le montant mensuel de ses achats de titres : l'enveloppe passe ainsi de 55 à 45 milliards de dollars (20 de titres hypothécaires et 25 de bons du Trésor). On constate donc que la FED poursuit la normalisation de sa politique monétaire alors que la BCE et la BoJ restent prêtes à prendre de nouvelles mesures non conventionnelles.

Le 5, la Commission européenne fait connaître ses « prévisions de printemps » (http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-513_fr.htm) : selon le vice-président de la Commission Siim Kallas, « la reprise économique est désormais un fait. Les déficits diminuent, l'investissement rebondit et, facteur important, la situation de l'emploi a commencé à s'améliorer. La poursuite des réformes par les États membres et l'UE elle-même porte ses fruits ».

Retenons quelques informations importantes :

En % du PIB ou en %

Taux de dette publique	1994 - 1998 *	1999 - 2004 *	2004 - 2008 *	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Allemagne</i>	56,5	61,2	67,0	74,5	82,5	80,0	81,0	78,4	76,0	73,6
<i>France</i>	56,4	59,2	65,7	79,2	82,7	86,2	90,6	93,5	95,6	96,6
<i>Italie</i>	118,9	107,9	105,0	116,4	119,3	120,7	127,0	132,6	135,2	133,9
<i>Espagne</i>	64,2	55,8	41,1	54,0	61,7	70,5	86,0	93,9	100,2	103,8
<i>Zone euro</i>	72,9	69,3	69,0	79,9	85,7	88,1	92,7	95,0	96,0	95,4
<i>R.-U.</i>	48,1	39,3	44,1	67,1	78,4	84,3	89,1	90,6	91,8	92,7
Taux de solde budgétaire	1994 - 1998 *	1999 - 2004 *	2004 - 2008 *	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Allemagne</i>	-4,1	-2,3	-1,7	-3,1	-4,2	-0,8	0,1	0,0	0,0	-0,1
<i>France</i>	-4,2	-2,5	-3,0	-7,5	-7,0	-5,2	-4,9	-4,3	-3,9	-3,4
<i>Italie</i>	-5,8	-2,5	-3,1	-5,5	-4,5	-3,7	-3,0	-3,0	-2,6	-2,2
<i>Espagne</i>	-4,9	-0,7	0,2	-11,1	-9,6	-9,6	-10,6	-7,1	-5,6	-6,1
<i>Zone euro</i>	-4,2	-1,9	-1,9	-6,3	-6,2	-4,1	-3,7	-3,0	-2,5	-2,3
<i>R.-U.</i>	-3,8	-0,1	-3,5	-11,4	-10,0	-7,6	-6,1	-5,8	-5,1	-4,1
Taux d'inflation	1994 - 1998 *	1999 - 2004 *	2004 - 2008 *	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Allemagne</i>	1,1	1,3	2,1	0,2	1,2	2,5	2,1	1,6	1,1	1,4
<i>France</i>	1,5	1,7	2,2	0,1	1,7	2,3	2,2	1,0	1,0	1,1
<i>Italie</i>	3,5	2,4	2,4	0,8	1,6	2,9	3,3	1,3	0,7	1,2
<i>Espagne</i>	3,3	3,0	3,4	-0,2	2,0	3,1	2,4	1,5	0,1	0,8
<i>Zone euro</i>	1,5	2,0	2,4	0,3	1,6	2,7	2,5	1,3	0,8	1,2
<i>R.-U.</i>	2,1	1,2	2,3	2,2	3,3	4,5	2,8	2,6	1,9	2,0
Taux de chômage	1994 - 1998 *	1999 - 2004 *	2004 - 2008 *	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015

<i>Allemagne</i>	9,0	8,6	9,7	7,8	7,1	5,9	5,5	5,3	5,1	5,1
<i>France</i>	10,9	8,9	8,4	9,1	9,3	9,2	9,8	10,3	10,4	10,2
<i>Italie</i>	11,1	9,4	7,1	7,8	8,4	8,4	10,7	12,2	12,8	12,5
<i>Espagne</i>	18,8	11,6	9,6	18,0	20,1	21,7	25,0	26,4	25,5	24,0
<i>Zone euro</i>		8,8	8,4	9,6	10,1	10,1	11,3	12,0	11,8	11,4
<i>R.-U.</i>	7,7	5,3	5,2	7,6	7,8	8,0	7,9	7,5	6,6	6,3
Croissance de l'emploi	1994 - 1998 *	1999 - 2004 *	2004 - 2008 *	200 9	201 0	201 1	201 2	201 3	201 4	201 5
<i>Allemagne</i>	0,2	0,4	0,7	0,1	0,5	1,4	1,1	0,6	0,6	0,3
<i>France</i>	0,5	1,5	0,7	-1,5	0,0	0,7	0,0	-0,3	0,3	0,8
<i>Italie</i>	0,1	1,2	0,5	-2,9	-1,1	0,1	-1,1	-1,9	0,1	0,4
<i>Espagne</i>	2,1	3,6	2,5	-6,2	-2,3	-2,2	-4,8	-3,4	0,4	1,2
<i>Zone euro</i>	1,0	1,2	1,1	-2,1	-0,6	0,2	-0,8	-0,9	0,4	0,7
<i>R.-U.</i>	1,2	1,0	0,9	-1,6	0,2	0,5	1,2	1,2	1,6	1,0
Taux de variation de l'investissement total	1994 - 1998 *	1999 - 2004 *	2004 - 2008 *	200 9	201 0	201 1	201 2	201 3	201 4	201 5
<i>Allemagne</i>	1,7	-0,8	2,9	-11,7	5,7	6,9	-2,1	-0,7	4,5	4,5
<i>France</i>	3,0	3,0	0,9	-10,6	1,4	2,9	-1,2	-2,3	1,3	4,5
<i>Italie</i>	3,0	3,0	0,9	-11,7	0,6	-2,2	-8,0	-4,7	1,6	4,0
<i>Espagne</i>	5,7	6,2	3,7	-18,0	-5,5	-5,4	-7,0	-5,1	-1,4	4,2
<i>Zone euro</i>		2,2	2,9	-12,8	-0,4	1,6	-4,0	-2,9	2,3	4,2
<i>R.-U.</i>	7,9	1,5	3,1	-16,7	2,8	-2,4	0,8	-0,6	6,6	7,1
Taux du solde extérieur courant	1994 - 1998 *	1999 - 2004 *	2004 - 2008 *	200 9	201 0	201 1	201 2	201 3	201 4	201 5
<i>Allemagne</i>	-0,9	0,1	6,0	6,1	6,4	6,3	7,0	7,4	7,3	7,0
<i>France</i>	1,4	1,3	-0,9	-1,8	-1,9	-2,5	-2,1	-1,9	-1,8	-2,0
<i>Italie</i>	2,2	0,0	-1,4	-2,0	-3,5	-3,1	-0,4	0,9	1,5	1,5
<i>Espagne</i>	-0,6	-3,8	-8,4	-4,8	-4,4	-4,0	-1,2	0,8	1,4	1,5
<i>Zone euro</i>	0,8	0,2	0,3	0,1	0,3	0,4	1,8	2,6	2,9	2,9
<i>R.-U.</i>	-0,4	-2,3	-2,0	-1,4	-2,7	-1,5	-3,8	-4,4	-3,8	-3,3

* Moyennes annuelles

Le jeudi 8 mai, la BCE tient sa réunion mensuelle sur la politique monétaire. En matière de taux directeurs et de mesures non conventionnelles, rien ne change. Par contre, en matière de communication, le Président Draghi est à la fois dans la continuité et dans le changement au niveau de la rupture qu'il a introduite dans le « guidage des anticipations » par rapport à son prédécesseur J.-C. Trichet qui avait pour principe de ne rien annoncer à l'avance : dans la continuité parce qu'il réaffirme que la BCE est prête à aller plus loin dans l'assouplissement monétaire mais il y a aussi changement parce qu'il va plus loin dans l'annonce des mesures que la BCE pourrait prendre puisqu'il évoque les risques liés au taux de change élevé de l'euro : cela augmente le risque déflationniste, déjà bien présent à cause d'une demande faible et d'un fort chômage, à quoi il faut ajouter les conséquences économiques de la crise ukrainienne. Non seulement cette annonce supprime tout effet de surprise mais elle autorise certains à en conclure que la BCE est quelque part à l'écoute des réactions des gouvernements qui se plaignent de la force de l'euro,

plus spécialement de celles des autorités françaises et des responsables du FMI et de l'OCDE : Mario Draghi leur répond que « nous sommes reconnaissants et nous respectons sans aucun doute toutes ces personnes, mais, de par le traité nous sommes indépendants, ces personnes devraient donc être conscientes du fait que, si ces conseils sont vus comme une menace contre notre indépendance, cela pourrait causer à long terme des dommages à notre crédibilité ». En tous les cas, l'incertitude principale qui demeure est celle de la nature des mesures que la BCE pourrait prendre prochainement.

Remarques : 1) La situation actuelle prouve une fois de plus qu'en matière monétaire et financière les paroles ont beaucoup d'impact, peut-être même davantage que les actes eux-mêmes : ce jeudi 8 mai, l'euro frôle 1,40\$ quand on apprend qu'il n'y a pas de baisse des taux directeurs mais il recule aussitôt après quand les opérateurs comprennent que la BCE pourrait intervenir dès le mois prochain. 2) Lorsqu'elle est intervenue sur le marché des changes au cours du dernier trimestre 2000 parce que l'euro chutait face au dollar, la BCE se justifiait en affirmant agir conformément à sa mission de lutter contre l'inflation puisqu'un euro qui se déprécie est un facteur d'inflation importée. Symétriquement, la BCE pourrait justifier aujourd'hui des mesures prises pour faire baisser le taux change de l'euro par rapport au dollar en considérant que cela est nécessaire pour redresser le taux d'inflation en direction de sa cible de 2%. On sait que le niveau du taux de change d'une monnaie soulève toujours les mêmes questions parce qu'il y a des avantages et symétriquement des inconvénients à ce qu'il s'apprécie ou à ce qu'il se déprécie. Actuellement, si l'euro baissait de 10%, les exportations françaises hors zone euro augmenteraient de 7 à 8%, ce qui boosterait le taux de croissance de 0,6 à 0,7 point et entraînerait une inflation importée qui aurait pour intérêt d'éloigner le risque déflationniste.

Le samedi 10 mai, le journal Le Monde titre l'un de ses articles « la Grèce va mieux, les Grecs ne le savent pas encore ». L'amélioration - toute relative - des indicateurs macroéconomiques se lit dans l'évaluation faite par l'agence Fitch le 6 mai précédent : alors que la dette publique grecque était notée « RD » au plus fort de la crise, sa note actuelle est B-. Est-ce une manifestation d'une réelle sortie de crise de la zone euro ? Cela est loin d'être sûr : les statistiques de la croissance au 1^{er} trimestre 2014 sont en-deçà des espérances : elle n'est que de 0,2% pour l'ensemble de la zone et seule l'Allemagne affiche un 0,8%, l'Espagne un 0,4%, alors que la France a une croissance nulle, et l'Italie, le Portugal et les Pays-Bas enregistrent une chute de respectivement 0,1%, 0,7% et 1,4%. Ces piètres résultats entraînent aussitôt une chute des cours boursiers et une tension sur les taux d'emprunts des États « périphériques » sur les marchés financiers.

En milieu de mois, l'INSEE fait paraître les éléments principaux du compte des administrations publiques françaises, <http://www.insee.fr/fr/ffc/ipweb/ip1500/ip1500.pdf>, dont nous extrayons les statistiques suivantes :

En % du PIB et en milliards d'euros

	2010	2011	2012	2013
<i>Déficit public notifié</i>	-6,8	-5,1	-4,8	-4,2
<i>Dette publique notifiée</i>	80,8	84,4	88,7	91,8
<i>Dette publique nette</i>	74,0	76,9	80,6	83,9
<i>Recettes publiques</i>	49,6	50,8	51,8	52,9
<i>Prélèvements obligatoires</i>	41,3	42,6	43,7	44,7
<i>Dépenses publiques</i>	56,4	55,9	56,7	57,2
<i>Capacité (+) ou besoin (-) de fin¹</i>	-135,8	-105	-101,6	-89,5
<i> APu centrales</i>	-110,8	-91,4	-85,2	-67,9
<i> APu locales</i>	-1,7	-0,7	-3,7	-9,2
<i> APu Sécurité sociale</i>	-23,2	-12,9	-12,8	-12,5

Rappel terminologique :

Selon la comptabilité nationale, le déficit public (au sens de Maastricht) ou déficit public notifié correspond au besoin de financement des administrations publiques (secteur institutionnel S13 de la comptabilité nationale) auquel est ajouté le solde des gains et des pertes des opérations sur swaps (produits dérivés). Le besoin de financement est le solde du compte de capital : il intègre non seulement les dépenses courantes de fonctionnement et les opérations de redistribution, mais aussi les dépenses en capital, l'investissement (FBCF) ainsi que les transferts en capital et les impôts en capital.

Toujours selon la comptabilité nationale, la dette au sens de Maastricht, ou dette publique notifiée, couvre l'ensemble des administrations publiques au sens des comptes nationaux : l'État, les organismes divers d'administration centrale (ODAC), les administrations publiques locales et les administrations de sécurité sociale. La dette au sens de Maastricht est calculée dans le cadre des comptes nationaux avec une définition spécifique. Elle ne comprend pas l'ensemble des passifs financiers mais uniquement les numéraires et dépôts, les titres autres qu'actions que sont les bons du Trésor (BTF et BTAN), les obligations assimilables du Trésor (OAT), les Euro medium term notes (EMTN), ainsi que les emprunts ; en sont exclus les produits dérivés et les autres comptes à payer. C'est une dette brute au sens où on ne soustrait pas aux éléments de passifs les actifs financiers des administrations publiques. Elle est consolidée : sont donc exclus du calcul de la dette les éléments de dette d'une administration détenus par une autre administration. C'est le cas par exemple des dépôts des administrations publiques au Trésor. La dette au sens de Maastricht est évaluée en valeur nominale, c'est-à-dire à la valeur de remboursement du principal. Ainsi, les intérêts courus non échus ou les fluctuations des cours des titres ne sont pas compris dans l'évaluation des instruments, alors que la réévaluation de la valeur de remboursement des titres indexés sur l'inflation (OATi, BTANi et CADESi) est prise en compte.

La dette publique nette est définie comme la différence entre la dette au sens de Maastricht et les actifs exigibles (dépôts, crédits, titres de créance) détenus par les administrations publiques sur les autres secteurs. Ces actifs sont évalués à leur valeur nominale (valeur de remboursement).

Le 23, et après Moody's et Fitch le mois dernier, l'agence S&P monte d'un point les notes des dettes publiques espagnole (à BBB) et grecque (à B) en guise de reconnaissance des efforts réalisés.

Le dimanche 25, élections européennes pour désigner les « eurodéputés ». En France, le Front National arrive nettement en tête des suffrages exprimés (24%), ce qui entraîne un véritable séisme de la vie politique. Au niveau européen, les partis europhobes emportent aussi un grand succès : arrivent même en tête les partis d'extrême droite UKIP au Royaume-Uni et DF au Danemark ; de même en Grèce les partis anti-austérité d'extrême gauche KKE et Syriza.

Notons que la réaction des Anglais mérite d'être analysée car on peut se demander ce qu'ont voulu dire ceux qui ont voté pour UKIP (United Kingdom Independance Party) puisque le Royaume-Uni n'est ni dans la zone euro ni dans l'espace Schengen ; et l'explication ne se trouve pas dans la crise puisque la conjoncture anglaise est actuellement bonne : une croissance soutenue, une progression des salaires, de la consommation et des investissements, et un taux de chômage inférieur à 7%. Certains, comme Philippe Askenazy (Le Monde du 3 juin 2014), en concluent qu'il n'y a pas de relation entre vote et économie. D'autres, dont nous sommes, partagent le point de vue qu'exprimera Michel Rocard dans un bel article dans Le Monde du 5 juin : « Vous n'aimez pas l'Europe, c'est votre droit (...) Vous y êtes entrés, voici quarante deux ans, mais sur un malentendu. (...) Partez-donc avant d'avoir tout cassé ». Certains autres s'opposent au point de vue de l'ancien premier ministre français, comme Arnaud Leparmentier dans Le Monde du 12 juin, dont le point de vue rejoint finalement celui de Philippe Legrain (Le Monde du 14), un britannique qui a été le conseiller économique de J. M. Barroso, et qui consiste à faire d'A. Merkel la responsable de la politique d'austérité et de ses conséquences.

Le mardi 27, réunion à Bruxelles des 28 chefs d'État et de gouvernement de l'UE pour réfléchir au devenir de l'Europe et de ses orientations au lendemain des élections au Parlement européen. Le vainqueur de ces élections en Italie, Matteo Renzi, chef - du centre gauche - de gouvernement depuis fin février, déclare que « le moment est venu de changer les politiques européennes ». Il dira aussi : « si nous voulons sauver l'Europe, nous devons la changer ». Lors de la réunion, quatre axes de réflexion sont abordés pour orienter l'action des futurs dirigeants des institutions européennes : la croissance et l'emploi, l'approfondissement de la zone euro, l'énergie et le climat, la diplomatie et la défense communes. Alors que le Parlement avait demandé aux chefs d'État et de gouvernement de confier à Jean-Claude Juncker - de la liste du PPE (parti populaire européen) qui a remporté les élections - le soin de former une coalition pour prendre la Présidence de la Commission, ceux-ci, sous la pression d'A. Merkel, ont chargé Herman Van Rompuy de préparer les diverses nominations.

Le mercredi 28, paraissent en France deux rapports sur les finances publiques, l'un de la Cour des Comptes (<http://www.ccomptes.fr/Actualites/A-la-une/Le-budget-de-l-Etat-en-2013-resultats-et-gestion>) et l'autre du Haut Conseil des finances publiques (<http://hcfp.fr/Le-Haut-Conseil-des-finances->

publiques/Avis-et-publication/Avis/Avis-n-2014-02-relatif-au-solde-structurel-des-administrations-publiques-presente-dans-le-projet-de-loi-de-reglement-de-2013).

Ces deux rapports dressent un bilan inquiétant sur les recettes fiscales en 2013 qui laisse penser que la réduction du déficit a été beaucoup moins importante que prévue et proclamée. En effet, en 2013, les recettes réelles ont été de 14,6 milliards d'euros plus faibles que dans la loi de finances initiale et de 3,5 milliards que dans la loi de finances rectificative. Sont en cause essentiellement dans cet écart l'impôt sur les sociétés (-6,4), la TVA (-5) et l'impôt sur le revenu (-4,9). Selon le rapport de la Cour des Comptes, « l'analyse de l'exécution budgétaire en 2013 permet d'identifier plusieurs risques financiers pour les exercices 2014 et suivants ». Les magistrats de la Rue Cambon vont jusqu'à considérer que « l'écart entre prévision et exécution sur l'évolution spontanée des recettes fiscales souligne le manque de prudence de la loi de finances initiale et peut soulever une interrogation au regard de la sincérité de cette dernière ». Selon le rapport du HCFP, l'objectif d'équilibre budgétaire structurel, prévu pour 2014, doit être reporté en 2017... Comme le montre bien Le Monde dans son édition du 30 mai, cette journée du mercredi sera pleine d'épisodes à rebondissements au gouvernement et à l'assemblée nationale : « les ministres multiplient les annonces sur l'emploi et le pouvoir d'achat malgré un cadre budgétaire contraint ». Les statistiques mensuelles du chômage révélées à 18 heures compliquent encore les choses puisqu'elles montrent une nouvelle forte hausse : en avril, il y avait en France 3 626 500 demandeurs d'emploi de catégorie A (+0,4% en un mois et + 3,5% sur un an). Et l'UNEDIC ne voit pas le chômage baisser d'ici à 2017...

Le vendredi 30 mai, l'euro cote 1,3634\$ après avoir été à 1,387 le 2, à 1,3757 le 9, à 1,3694 le 16 et à 1,3633 le 23.

Pour un historique complet du taux de change de l'euro contre les différentes devises, voir la page suivante, en privilégiant les représentations graphiques :

<http://www.ecb.europa.eu/stats/exchange/eurofxref/html/index.en.html>

• Juin 2014 ->

Le lundi 2, la Commission européenne publie ses recommandations annuelles de politique économique pour les différents pays. Dans celles concernant la France (http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2014/csr2014_france_fr.pdf), on peut lire que, « de manière générale, la stratégie budgétaire présentée dans le programme n'est que partiellement conforme aux exigences du pacte de stabilité et de croissance » (point n°9) et que « compte tenu du niveau élevé de la dette publique, qui continue d'augmenter, et de l'extension du délai de réalisation du déficit excessif à 2015, il est particulièrement important que le budget 2014 soit rigoureusement exécuté et que des efforts d'assainissement substantiels soient résolument poursuivis en 2015 » (point n°10). Suivent des recommandations précises portant notamment sur les dépenses sociales, sur le coût du travail et sur la situation du marché du travail, sur l'environnement des entreprises, sur l'insuffisance de la concurrence dans certains secteurs d'activité, sur la trop grande pression fiscale et sur les insuffisances du système éducatif français. Autrement dit, la Commission invite la France à poursuivre et même à renforcer la « politique de l'offre » que le Président a fait sienne. Par contre, elle demande à l'Allemagne de mener une « politique de la demande » basée sur la consommation intérieure pour que le moteur de sa croissance soit moins celui des exportations et davantage celui de la demande domestique. *On pourrait s'étonner d'une telle différence de recommandations alors que l'on prône par ailleurs la coordination des politiques économiques. Mais en réalité, compte tenu tout à la fois de l'incontestable divergence entre les économies de la zone euro mais aussi de leur incontournable interdépendance, conseiller aux uns une politique de l'offre et aux autres une politique de la demande est peut-être un bon « policy mix » pour l'économie européenne. Nous avons déjà insisté ici sur la nécessité de marier politique de la demande et politique de l'offre, tant elles sont indissociables et tout en avertissant des problèmes de cohérence temporelle que leur mariage soulève : c'est ainsi qu'en France une politique de l'offre est sans doute nécessaire pour restaurer une compétitivité structurellement malmenée mais il n'en demeure pas moins vrai qu'il est difficile d'inciter les entreprises à investir quand on sait qu'elles sont actuellement en nette surcapacité de production à cause de carnets de commande insuffisamment remplis.*

Le jeudi 5, réunion importante du Conseil des gouverneurs de la BCE. Celui-ci décide une baisse de ses taux directeurs : une baisse de 10 points de son taux principal de refinancement (le refi), qui passe donc à 0,15%, et de son taux de la facilité de dépôt, qui entre donc en territoire négatif à -0,10%, ce qui est tout à

fait nouveau pour la BCE, et une baisse plus forte, de 0,75% à 0,40%, de son taux de facilité de prêt marginal. Ainsi est restaurée la symétrie des deux taux de facilité autour du refi, pour que le corridor de détermination de l'EONIA soit plus resserré. Le taux de facilité de dépôt de -0,10% s'appliquera aussi à la moyenne des réserves excédentaires qu'ont les banques sur leur compte courant à la BCE.

La mise en territoire négatif du taux de rémunération des liquidités bancaires est une mesure de politique monétaire d'autant moins conventionnelle que seule la BCE y a recours, contrairement aux autres Banques centrales telles que la Fed, la BoE et la Bo. Elle doit amener les banques à ne pas garder de réserves excédentaires - qui sont en quelque sorte taxées - et donc à développer en principe leurs crédits à l'économie réelle ; mais cela se produira-t-il si, pour préserver leur marge, les banques relèvent leurs taux débiteurs, sans parler du risque de fuite vers la monnaie-billets si elles baissent leurs propres taux créditeurs. Les trois taux directeurs devraient garder ce niveau très bas pendant longtemps. La principale explication est la baisse tendancielle, depuis déjà longtemps, du taux d'intérêt naturel, ce qui impose à la Banque centrale de mener une politique de taux qui fasse que les taux de marché s'en approchent le plus possible et le plus vite possible car, sinon, c'est un facteur de récession (et de « stagnation séculaire » si l'écart n'est pas résorbé).

On peut en attendre deux conséquences directes : d'abord, les taux réels peuvent devenir négatifs selon l'écart entre les taux nominaux et le taux d'inflation - ce qui signifie que les États et les entreprises peuvent s'endetter sans frais et même en étant récompensés - et ensuite cette baisse va se diffuser progressivement à des taux d'échéances plus lointaines, ce qui produira un aplatissement de la courbe des taux. Or, un tel aplatissement peut avoir des effets pervers : d'une part, sont modifiées négativement la perception du risque - les investisseurs peuvent prendre des risques excessifs - et les conditions de rentabilité tirées des activités d'intermédiation financière et d'autre part est rendue de plus en plus hasardeuse la stratégie à laquelle les investisseurs sont obligés de recourir, à savoir chercher des opportunités de rendements plus élevés au moyen de maturités plus longues.

Par ailleurs, il est décidé de suspendre la stérilisation des titres de dettes achetés dans le cadre du programme SMP (Securities Markets Program). Lancé en 2010, ce programme consiste en l'achat de dettes souveraines sur le marché secondaire et la stérilisation consiste à neutraliser les conséquences de ces achats en reprenant les liquidités correspondantes : l'arrêt de la stérilisation correspond donc à une véritable opération de « QE » et à de la création monétaire. Sont prévus aussi des LTRO (Long Term Refinancing Operations) ciblés (d'où leur qualificatif : « Targeted » : T-LTRO), et des achats d'ABS (Asset Backed Securities). Pour élargir très généreusement les possibilités d'emprunt des banques, des LTRO doivent être lancés chaque trimestre entre septembre 2014 et juin 2016, au taux fixe des appels d'offre hebdomadaires, avec des échéances de 2 à 4 ans. Pour soutenir encore davantage le crédit au secteur privé, sont préparés des achats d'ABS, qui, rappelons-le, sont des valeurs mobilières adossées à des titres de créances correspondant à des crédits accordés, et cette titrisation permet aux banques prêteuses de transférer tout ou partie du risque à d'autres investisseurs. Toutes ces mesures ont essentiellement pour buts de soutenir l'activité de la zone euro qui reste très molle, d'éviter absolument le risque de déflation (l'inflation est passée de 0,7% en avril à 0,5% en mai), et de peser sur le taux de change de la monnaie unique. Sur l'ensemble des mesures prises par la BCE, voir son communiqué de presse : http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605_2.fr.html. Les réactions aux décisions de la BCE se sont vite exprimées, surtout que M. Draghi a précisé que la BCE était prête à prendre de nouvelles mesures non conventionnelles si nécessaire : des responsables politiques ont dit leur satisfaction et, dans la sphère financière, on a vite assisté à la hausse des indices boursiers et à la détente des taux d'emprunt à dix ans des pays du Sud de la zone euro (le taux des obligations souveraines françaises à 10 ans atteindra le lendemain un nouveau plancher historique à 1,656%). Par contre, le taux de change de l'euro n'a pas de notable réaction car la zone euro continue à attirer les capitaux étrangers. On peut malgré tout se demander s'il est judicieux d'accroître encore les liquidités proposées aux banques dans la mesure où leurs difficultés concernent souvent davantage le montant de leurs fonds propres que celui de la monnaie centrale qu'elles ont. Comme le note Patrick Artus, « l'Europe entretient un comportement schizophrénique sur la question bancaire, entre l'autorité monétaire, qui incite les banques à faire crédit, et les autorités de régulation européennes qui leur demandent de toujours augmenter leur matelas de fonds propres et de maîtriser strictement leurs risques » (Le Monde du 7/7/2014) ; il estime que ce comportement est préjudiciable à l'économie réelle.

Le mardi 16, publication par la Cour des comptes de son rapport annuel sur « la situation et les perspectives des finances publiques » (<http://www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/rapports->

publics/144000338/0000.pdf)

Nous reproduisons ci-après le début de la conclusion générale :

« **En 2013, un déficit public en baisse mais sensiblement plus élevé que prévu.**

La réduction du déficit public s'est poursuivie en 2013 (4,3 % du PIB après 4,9 % en 2012), mais beaucoup plus lentement que prévu dans la loi de programmation de décembre 2012 (3,0 % en 2013 après 4,5 % en 2012). Si la croissance des dépenses en valeur a été plus faible qu'anticipé, en partie grâce à la forte baisse des charges d'intérêt, la progression des recettes a été beaucoup moins favorable. La reprise attendue de l'activité n'a pas eu lieu. Surtout, l'élasticité des prélèvements obligatoires au PIB avait été fortement surestimée.

La dette a en conséquence continué à augmenter (de 3,2 points de PIB) pour atteindre 94,1 % du PIB à fin 2013. En dépit d'un effort structurel considérable (1,5 point de PIB), tenant aux mesures de hausse des prélèvements obligatoires, un « écart important » a été constaté entre le déficit structurel de 2013 (3,1 % du PIB) et celui inscrit dans la loi de programmation (1,6 % du PIB), déclenchant le mécanisme de correction prévu par la loi organique de 2012.

Une situation qui reste plus dégradée en 2013 que dans les autres pays européens, surtout en raison de dépenses moins bien maîtrisées.

Malgré une croissance économique plus faible, les pays de la zone euro et de l'Union européenne ont, en moyenne, réduit leur déficit dans des proportions semblables à la France. Celle-ci continue ainsi à présenter une situation plus dégradée : son déficit effectif (4,3 % du PIB) excède sensiblement la moyenne des pays de la zone euro (3,0 %) et de l'Union européenne (3,3 %) ; il en va de même pour le déficit structurel (3,1 % du PIB contre respectivement 1,3 % et 1,8 %). La dette publique de la France se situe fin 2013 pour la première fois au-dessus de la moyenne tant de la zone Euro que de l'Union européenne. Alors qu'elle a diminué de 2,6 points de PIB en Allemagne, en 2013, elle a augmenté de 3,2 points en France. La réduction du déficit a été obtenue en France en 2013 avec une croissance des recettes mais aussi des dépenses plus forte que dans l'ensemble de la zone euro et de l'Union européenne. Ses dépenses publiques, rapportées au PIB, ont augmenté de 0,5 point alors qu'elles ont diminué de 0,1 point dans la zone euro et de 0,3 point dans l'Union. De nombreux pays ont pourtant réussi par le passé à rééquilibrer leurs finances publiques en réduisant leurs dépenses, notamment l'Allemagne, qui est proche de la France en termes de niveau de vie, de population et de structure de dépenses publiques. Entre 2001 et 2013, les dépenses publiques ont progressé de 5,4 points de PIB en France alors qu'elles diminuaient de 2,9 points en Allemagne.

En 2014, un risque de dépassement des objectifs de déficits

Le Haut Conseil des finances publiques a considéré que, sans être hors d'atteinte, la prévision de croissance du Gouvernement pour 2014 paraissait désormais élevée, ce qui fait peser un risque sur la prévision de déficit.

(...) Au total, et dans la limite des informations dont dispose la Cour, le déficit public pourrait être proche de 4,0 % du PIB en 2014 (au lieu de 3,6 % prévu en loi de finances initiale et 3,8 % mentionné dans le programme de stabilité), voire légèrement supérieur à ce chiffre si la prévision de croissance économique du Gouvernement ne se réalisait pas. Le déficit structurel pourrait s'élever à 2,5 % du PIB (au lieu de 1,7 et 2,1 %). Si ce risque se concrétisait, la nouvelle trajectoire des finances publiques pour les années 2015 à 2017 inscrite dans le programme de stabilité de mai 2014 s'en trouverait fragilisée avant même sa première année d'application. (...) Les déficits effectifs et structurels, ainsi que la dette publique, pourraient donc être plus élevés que ceux inscrits dans le programme de stabilité, notamment en 2015, année caractérisée par un objectif d'économies plus élevé que les années suivantes ».

L'INSEE publie également en ce milieu du mois de juin son édition 2014 de « L'économie française » (http://www.insee.fr/fr/ffc/docs_ffc/ECOFRA14_sans_F10.pdf).

Nous en tirons les statistiques suivantes en ce qui concerne les finances publiques, qui sont exprimées pour la première fois en base 2010 :

	2009	2010	2011	2012	2013
Solde public (% PIB)	-7,1	-6,8	-5,1	-4,8	-4,2
CF (+) ou BF (-) en Mds €	-138,9	-135,8	-105,0	-101,6	-89,5
État	-116,9	-121,7	-91,2	-82,6	-69,2
État	-1,3	10,9	-0,2	-2,6	1,3
ODAC	-6,0	-1,7	-0,7	-3,7	-9,2
APu locales	-14,6	-23,2	-12,9	-12,8	-12,5
A de Sécurité sociale					
Recettes publiques (% PIB)	49,6	49,6	50,8	51,8	52,9
PO (% PIB)	41,0	41,3	42,6	43,7	44,7
Dépenses publ. (% PIB)	56,8	56,4	55,9	56,7	57,2
Dette publique (% PIB)			84,4	88,7	91,8
État			65,7	69,6	72,5

ODAC				0,6	0,7	0,6
APu locales				8,2	8,4	8,6
A de Sécurité sociale				9,9	10,1	10,0
Taux de croissance du PIB (en volume)	-2,9	2,0	2,1	0,3		0,3

De son côté, Rexecode publie des « Cahiers de graphiques long terme ». Dans celui consacré aux tendances à long terme de l'économie française entre 1960 et 2013, on trouve un graphique sur l'évolution du PIB en volume qui montre clairement un taux de croissance moyen avoisinant les 6% entre 1960 et 1973 et une rupture brutale au milieu des années 1970 avec un creux de -1% puis, après la reprise jusqu'à maintenant, donc sur 40 ans, un taux moyen annuel de 2,1%, avec un creux de -2,5% à l'occasion de la crise des subprimes.

Le mercredi 18 juin, la Fed décide une nouvelle fois de réduire son soutien à l'économie américaine en le portant, chaque mois et à partir de juillet, de 45 à 35 milliards de dollars ; les taux directeurs sont inchangés. Le même jour, l'Argentine juge impossible de rembourser à la fin du mois un prêt et menace ainsi de faire défaut.

Le samedi 21, le Président français François Hollande reçoit six chefs de gouvernement sociaux-démocrates européens en réponse à l'invitation qu'avait lancée dix jours auparavant le premier ministre suédois en direction de collègues conservateurs. Ces réunions s'inscrivent dans le cadre des tractations à propos de la succession de José Manuel Barroso à la tête de la Commission européenne. Lors de la réunion à Paris (hôtel de Marigny), on assiste à une sorte de coalition entre le Président français, le président du conseil des ministres italien et même le ministre de l'économie allemand pour apporter leur soutien à la candidature de J.-C. Juncker contre un assouplissement de la politique d'austérité dans le but de favoriser davantage la croissance et l'emploi. D'ailleurs, F. Hollande se dit persuadé que le Pacte de stabilité et de croissance a la flexibilité nécessaire pour rendre possible un tel assouplissement. La chancelière Merkel est d'accord pour reconnaître cette flexibilité mais ne semble pas prête à accepter n'importe quel assouplissement ; quant à David Cameron, il reste toujours aussi opposé à la candidature de J.-C. Juncker.

Dans la foulée de la réunion à l'hôtel de Marigny et dans la perspective du Conseil européen des 26 et 27 de ce mois, F. Hollande propose le mardi 24 au Président du Conseil européen « un agenda pour la croissance et le changement en Europe », de façon à mettre en musique 5 priorités : une politique économique orientée vers la croissance, la lutte contre le chômage des jeunes, une politique européenne de l'énergie, la maîtrise des flux migratoires et un choc de simplification pour les institutions.

Le vendredi 27, le Conseil européen, réuni à Ypres, près de Bruxelles, désigne à l'unanimité moins les voix du Royaume-Uni et de la Hongrie, **Jean-Claude Juncker à la présidence de la Commission** ; le Parlement européen doit l'investir le 16 juillet.

Cette élection s'explique par les résultats des dernières élections au Parlement et par les tractations politiques qui ont suivi. Elle est le résultat de la pression conjointe des partis politiques et des eurodéputés qui ont voulu que la désignation du Président de la Commission soit davantage le résultat du suffrage universel européen que des négociations entre les chefs d'État et de gouvernement au sein du Conseil. J.-C. Juncker est certes un européen convaincu mais ce n'est pas un homme nouveau puisqu'il a dirigé l'Eurogroupe entre 2004 et 2013. Certains ont-ils raison de compter sur lui pour donner un nouvel élan politique à l'Europe et une nouvelle impulsion économique à la zone euro ? De même, ceux qui font de la finance dérégulée leur plus grande ennemie peuvent-ils lui faire confiance pour résoudre le problème de l'évasion et de l'harmonisation fiscales alors qu'il a été pendant de très nombreuses années ministre des finances et premier ministre du Luxembourg, classé en 2010 par le magazine Forbes en deuxième position des meilleurs paradis fiscaux ? (Profitons-en pour préciser que les sommes déposées, évaluées à 7 600 milliards de dollar, par les particuliers dans les paradis fiscaux représentent 8% de la richesse mondiale et que les ménages européens arrivent en tête avec plus du tiers de la somme globale). Signalons ici qu'en 2016 Éva Joly fera paraître un ouvrage qui est une véritable charge contre J.-C. Juncker (« Le loup dans la bergerie », éditions Les Arènes) : « comment a-t-on pu placer à la tête de l'UE l'homme qui incarne le mieux le cynisme des paradis fiscaux ? (...) Il a dénaturé le projet européen au profit de son pays, en favorisant les pratiques les plus graves du libéralisme ».

Le dernier vendredi du mois, le 27, l'euro contre dollar cote 1,3649, après avoir coté 1,3643 le 6, 1,354 le 13 et 1,36 le 20.

Pour un historique complet du taux de change de l'euro contre les différentes devises, voir la page suivante, en privilégiant les représentations graphiques :

<http://www.ecb.europa.eu/stats/exchange/eurofxref/html/index.en.html>

• Juillet 2014 ->

Le 1^{er} juillet, Martin Schulz est réélu à la Présidence du parlement européen et l'Italie prend pour 6 mois la Présidence de l'Union européenne, tenue les 6 mois précédents par la Grèce.

Le 2 juillet, l'Allemagne présente pour 2015, et pour la 1^{ère} fois depuis 1969, un projet de budget en équilibre.

Le jeudi 3, la BCE laisse ses taux directeurs aux valeurs décidées le mois précédent et précise les modalités spécifiques des TLTROs, c'est-à-dire les opérations de financement à plus long terme ciblées, dont le but est d'améliorer la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle pour faciliter le financement (https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/Eurosysteme_et_international/cp-bce-la-BCE-annonce-le-detail-des-operations-de-refinancement.pdf).

M. Draghi annonce que la fréquence des réunions du Conseil des gouverneurs sera de 6 semaines à partir de janvier 2015.

Ce même jour, le FMI révisé pour la France et pour 2014 à la baisse ses prévisions de croissance (+0,7%) et à la hausse le taux de déficit public (-4%). Cela n'empêche pas les investisseurs de continuer à prêter à la France à des taux exceptionnellement bas (1,7% en ce début juillet, contre 1,3% pour l'Allemagne, 2,68% pour les États-Unis, 2,69% pour l'Espagne, 2,87% pour l'Italie, 3,58% pour le Portugal et 5,95% pour la Grèce) : *bénéficiant de liquidités importantes grâce aux politiques monétaires accommodantes des banques centrales, les investisseurs cherchent à les placer en fonction du meilleur « rapport qualité-prix », c'est-à-dire en matière financière selon le meilleur rapport « risque-rendement », et la France apparaît comme particulièrement bien placée de ce point de vue, malgré des performances macroéconomiques plutôt médiocres.*

Mardi 8, signature à Paris entre la BEI et la CDC d'un accord pour lancer dans les mois qui suivent, et après l'Espagne, la Belgique et le Royaume-Uni, la première obligation de projet (project bond) française.

Mercredi 9, la Fed précise qu'elle arrêtera ses rachats d'actifs en octobre : en ajoutant à cette annonce l'amélioration de la situation macroéconomique aux États-Unis mais, inversement, les mauvaises nouvelles concernant l'évolution actuelle de la production manufacturière en Europe, spécialement en France, l'euro baisse contre le dollar et d'autres devises.

Jeudi 10, suspension de la cotation de la banque Espirito Santo (BES), la première banque privée du Portugal et dont les actifs pèsent plus de la moitié du PIB du pays. Son titre s'est effondré suite aux incertitudes sur son avenir parce qu'elle n'a pas pu honorer correctement certaines dettes, que Espirito Santo Financial Group (ESFG), son principal actionnaire, est à la limite du défaut de paiement et que la holding Espirito Santo International (ESI), qui détient 49% du capital d'ESFG, a dissimulé plus de 1 milliard de pertes, avec des irrégularités comptables importantes ; en sachant que le total des dettes de BES approche les 7 milliards d'euros et doit être restructurée. D'ailleurs, Moody's dégradera le lendemain la note de cette dette de 3 crans, de Ba3 à B3, suivie par Standard & Poors qui baisse sa propre note d'un cran, de BB- à B+, ce qui enfonce le titre de BES encore davantage dans la catégorie des investissements spéculatifs. Toutes les places financières mondiales enregistrent des baisses, et, malgré les propos rassurants des autorités portugaises, les investisseurs se demandent si la situation de BES n'annonce pas une nouvelle crise financière en Europe, ce qui explique que les obligations de l'État portugais sont elles-mêmes affectées. Il faut dire que BES a d'autres banques européennes comme actionnaires, notamment le Crédit agricole pour 15% (qui a perdu 708 millions d'euros dans cette crise) et qu'elle a beaucoup de ramifications financières. Cette situation de BES, comme l'annonce de la Fed de la veille, fait baisser l'euro qui passe sous la barre des 1,36\$.

En ce qui concerne les réactions anxieuses des marchés, elles s'apaiseront rapidement les jours suivants : en effet, les investisseurs semblent faire entièrement confiance quand la BCE assure qu'elle fera tout pour empêcher le retour des difficultés financières et pour éviter la déflation, ce qui amène les taux des emprunts publics non seulement à rester exceptionnellement bas

(celui de l'État français à 10 ans connaît un nouveau record historique à 1,578%) mais même à converger entre les différents pays de la zone euro, ce qui rappelle la situation d'avant-crise... Il est à ce propos intéressant de noter la publication (le 10 juillet) par le think tank Bruegel d'une étude de S. Pagliari, S. Vallée et É. Monnet (« L'Europe entre la répression financière et la capture réglementaire ») qui considère que la situation actuelle des relations entre les États européens et les systèmes financiers remet au goût du jour ces deux concepts de répression financière et de capture réglementaire, pour exprimer deux points de vue opposés : il y aurait répression financière parce que les États seraient en mesure d'imposer leurs conditions au système financier, et spécialement aux banques, pour assurer à bon compte leur financement et pour réguler et orienter le crédit bancaire en faveur de l'économie réelle, et il y aurait d'un autre côté un fort pouvoir d'influence de la planète finance sur le monde politique. Le débat est vif des deux côtés de l'Atlantique. Aux États-Unis, on connaît la puissance des lobbies financiers pour « capturer » le processus d'élaboration des politiques étatiques. En Europe, la question est plus délicate à cause de la pesanteur des spécificités nationales malgré le souci des autorités européennes de réduire la segmentation financière et d'eupéaniser la réglementation et la surveillance du système financier, en particulier en bâtissant l'union bancaire. Les relations États-système financier sont à replacer dans cette dualité. De plus, on sait que l'Europe donne davantage d'importance que les États-Unis à l'intermédiation financière et bancaire (finance indirecte), ce qui y renforce le pouvoir d'influence des institutions financières.

Soulignons qu'en l'espace de deux jours, à la fin de la première semaine d'août, le gouvernement portugais a décidé d'intervenir et résolu effectivement la crise de la BES en sollicitant les actionnaires et les créanciers non prioritaires et en épargnant les déposants et les contribuables : beaucoup considèrent qu'il s'agit là de la première illustration de l'efficacité de l'union bancaire européenne.

Mardi 15, confirmation par le Parlement européen de J.-C. Juncker à la tête de la Commission européenne. Lors de son discours (en français, puis en allemand et en anglais) il a tout à la fois promis une Europe plus concurrentielle et davantage sociale, un plan de relance de 300 milliards d'euros et le respect de l'orthodoxie budgétaire ; il a également insisté sur la question de l'emploi des jeunes. Le plan de relance de 300 milliards d'euros, qui correspond donc à 2,3% du PIB européen et qui est souvent présenté comme un « New Deal européen », concernera non seulement le secteur public européen mais aussi le secteur privé. Des précisions sont attendues pour la fin de l'année. En tous les cas, son financement ne se fera pas - en principe - avec de nouvelles dettes : seront utilisés les budgets de l'UE et de la BEI (Banque européenne d'investissement) ; et le plan sera réparti sur 3 ans.

De longues discussions et transactions ont lieu pour la désignation des commissaires, compliquées par le souci légitime de la parité hommes-femmes ; également pour le choix du chef de la diplomatie européenne, sans parler des présidences du Conseil et de l'Eurogroupe. D'ailleurs, le Conseil européen qui se tiendra le lendemain, le mercredi 16, échouera sur tous ces points et un nouveau rendez-vous sera fixé au 30 août pour parvenir à un compromis.

Dans la dernière semaine du mois, Eurostat publie plusieurs statistiques concernant la zone euro : le taux d'inflation annuel est en baisse à 0,4% (après 0,5% en juin) et le risque de déflation persiste donc sérieusement ; le taux de chômage est en juin de 11,5%, taux le plus bas enregistré depuis septembre 2012, le taux d'épargne des ménages est stabilisé à 13% (contre 10,6% dans l'UE à 28), le taux d'investissement des entreprises est en baisse à 19,3%, contre 19,5% au 4^{ème} trimestre 2013, le déficit public désaisonnalisé est stable à 2,7% et la dette publique est à la fin du 1^{er} trimestre 2014 en hausse à 93,9% (contre 88,0% pour l'UE à 28 et contre 92,7% à la fin du 4^{ème} trimestre 2014) ; cette hausse se produit après deux trimestres de baisse consécutifs.

Concernant le risque de déflation, si celui-ci devait encore s'aggraver, la BCE pourrait, dans toute la mesure de son possible, prendre des mesures pour que l'euro se déprécie. En effet, de même que peu de temps après sa mise en fonction elle a été amenée à intervenir sur le marché des changes - avec l'aide de conseillers - parce qu'elle estimait que la faiblesse de l'euro attisait excessivement l'inflation, elle peut considérer aujourd'hui que l'euro fort est un facteur important de désinflation, surtout qu'il est difficile d'imaginer dans le contexte actuel de fort chômage que puisse jouer l'autre grand facteur d'inflation qu'est, avec le niveau du change, la hausse des salaires. Une augmentation du taux d'inflation présenterait aussi l'avantage de faciliter le désendettement, public et privé. Faisons deux remarques dans la remarque : d'abord, certains souhaitent certes que l'euro se déprécie mais il faut rappeler que l'appréciation de l'euro depuis mi-2012 est la manifestation d'une plus grande confiance des investisseurs en la zone euro dont ils estiment que l'explosion est définitivement évitée, que l'euro fort permet des taux d'intérêt faibles et qu'en définitive un euro fort signifie économie européenne forte ; ensuite, la faiblesse du taux d'inflation s'explique par cette appréciation de l'euro, par la baisse du prix des produits énergétiques et des biens d'alimentation et par l'ajustement des pays de l'Europe du Sud, mais il y a réellement un risque de déflation quand la baisse du taux d'inflation est auto-entretenu,

en particulier par les reports d'achat des agents privés et a fortiori par la baisse des salaires, ce qui n'est pas actuellement le cas.

À la fin du mois de juillet, l'euro cote 1,343 \$ après avoir coté 1,3595 le 4 juillet, 1,3607 le 11 et 1,3525 le 18.

- Août 2014 ->

Le jeudi 7, le Conseil des gouverneurs ne modifie en rien la politique monétaire de la BCE. Son Président considère que la dynamique de la croissance de l'UE subit un ralentissement et que la reprise en zone euro est « faible, fragile et inégale ». D'ailleurs, le responsable du risque pays à la COFACE considère que « la crise a rebattu les cartes : l'Espagne et l'Allemagne sont désormais vues comme les locomotives, alors que la France et l'Italie sont à la traîne » (Le Monde du 8).

Les déséquilibres de balance des paiements sont aussi le reflet de ces bouleversements causés par la crise. Dans une étude de juin 2013, l'INSEE isole 5 variables explicatives de l'évolution des balances commerciales de plusieurs pays européens : les termes de l'échange extérieurs (ratio des prix d'exportation sur les prix d'importation) ; la croissance de la demande intérieure ; la croissance de la demande extérieure ; la compétitivité-prix ; la part inexpliquée des échanges, interprétée notamment comme traduisant la compétitivité « hors-prix ». « L'évolution des balances commerciales des principaux pays européens connaît une rupture depuis 2008. Avant la crise, la balance commerciale de l'Allemagne s'améliorait continûment, au point de passer d'une valeur quasi nulle en 2000 à un excédent de 171 Mds€ en 2007. À l'inverse, elle se détériorait à des rythmes divers en France, en Espagne, en Italie, et au Royaume-Uni, avec un déficit cumulé de 141 Mds€ en 2007 pour ces quatre pays. Depuis la crise, l'excédent s'est stabilisé en Allemagne, et la dégradation s'est interrompue dans les autres pays. Tandis que la balance commerciale s'est stabilisée en France et au Royaume-Uni, elle est même devenue excédentaire en Espagne et en Italie depuis 2012. Cette amélioration dans les pays déficitaires peut s'expliquer a priori, d'une part par la faiblesse de leur demande intérieure et d'autre part par la dépréciation de l'euro et de la livre » (http://www.insee.fr/fr/indicateurs/analys_conj/archives/d1_062013vp.pdf).

Par ailleurs, M. Draghi estime que « les fondamentaux pour des taux de change plus faibles sont meilleurs qu'il y a deux ou trois mois », essentiellement parce que les investisseurs ont conscience que la BCE et la Fed mènent désormais et pour un certain temps des politiques monétaires divergentes, la première continuant à prévenir qu'elle est prête à aller plus loin dans l'assouplissement monétaire si les risques de déflation l'exigent alors que la seconde revient progressivement sur ses mesures non conventionnelles, ce qui rend mécaniquement le dollar plus attractif. De fait, l'euro connaît depuis tout début juillet une tendance à la dépréciation : contre le dollar, la monnaie unique est en effet passée de 1,368 le 1^{er} juillet à 1,3357 le 7 août.

Le 12 août, Le Monde.fr publie une mise à jour d'un article qu'avaient fait paraître 2 ans plus tôt Jacques Attali et Pascal Lamy. Voici ce que l'on peut lire dans cet article :

« (...) L'Europe ne peut sortir de cette crise sans changer de logique. Si le scénario actuel continue, l'euro ne pourra pas disposer des moyens de résister aux tendances centrifuges et à la montée des discours populistes. Sa disparition ne sera plus qu'une question de temps.

Un autre chemin de sortie est possible. Il consiste à compléter et adapter le traité de Lisbonne, notamment pour dépasser la simple coordination entre États membres, devenue insuffisante. Il consiste à dénoncer, à réduire et à annuler les coûts de la non-Europe. Il faut pour cela commencer par circonscrire les dettes du passé des pays de la zone euro en mutualisant une partie. (...) Il faut ensuite, et surtout, relancer la productivité grâce à des réformes structurelles, en particulier dans le secteur des services, et à des investissements dans des projets générateurs de croissance. (...) L'euro ne peut survivre sans avancée politique majeure. Le fédéralisme est la seule voie pour éviter une crise majeure qui sacrifierait une génération entière. (...) Ce fédéralisme de nécessité donnera naissance à une véritable Europe politique et sociale, dont les institutions assureront un juste équilibre entre les politiques budgétaires et monétaires, la stimulation de l'activité économique, les réformes structurelles de compétitivité, et une cohésion sociale renforcée.

La survie de la zone euro passe par un gouvernement économique et un budget européen de croissance. Le fédéralisme est donc seul capable d'éviter les conséquences désastreuses de son effondrement sur notre niveau de vie. Il ouvrira la voie aux Européens vers une Europe juste, solidaire et démocratique, capable de tenir toute sa place dans le monde ».

Dans cet article, Jacques Attali prouve une fois de plus sa grande intelligence à s'adapter aux circonstances et à sentir d'où viennent les vents porteurs, car n'oublions pas qu'il a été un très chaud partisan du Traité de Maastricht... Il n'empêche que nous sommes favorables à l'analyse aboutissant à proposer le fédéralisme, au moins budgétaire, pour rendre viable la monnaie unique.

En milieu de mois, les responsables français changent de discours et de tactique de communication au vu des dernières statistiques, défavorables, sur la croissance française et sur l'emploi. C'est ainsi que dans sa tribune parue dans Le Monde du 15 août, le ministre des finances et des comptes publics Michel Sapin reconnaît d'entrée de jeu que « mieux vaut assumer ce qui est plutôt que d'espérer ce qui ne sera pas. (...) La vérité est indispensable pour prendre la mesure des faits, la volonté est nécessaire pour faire bouger les lignes et redresser le pays ».

Le 22 août, au Symposium qui rassemble à Jackson Hole l'ensemble des banquiers centraux, Mario Draghi déclare que « la seule conclusion que les décideurs peuvent tirer en toute sécurité, c'est que nous avons besoin de l'action des deux côtés de l'économie : les politiques de demande globale doivent être accompagnées par des politiques structurelles nationales. » Autrement dit, et comme nous le disons ici à plusieurs reprises, politiques de l'offre et de la demande doivent être menées ensemble. De plus, il a estimé que les anticipations d'inflation à moyen terme se mettent à décrocher, ce qui signifie que les investisseurs pensent que l'inflation de la zone euro va rester durablement en dessous des 2%. Ce décrochage se manifeste selon la BCE par l'évolution du taux de swap 5 ans dans 5 ans : « il a reculé de 15 points de base juste sous les 2% - ce qui est notre indicateur généralement utilisé pour mesurer l'inflation à moyen terme ». Les investisseurs établissent logiquement leurs anticipations à partir du prix des actifs leur servant de couverture contre l'inflation : les anticipations d'inflation à moyen et même à long terme peuvent donc être extraites des taux d'intérêt des swaps d'inflation européenne, et le chiffre obtenu correspond à l'inflation augmentée d'une prime de quelques points de base pour tenir compte du fait qu'il y a traditionnellement davantage d'acteurs qui veulent se protéger de l'inflation que d'acteurs qui acceptent au contraire de s'y exposer. L'inflation de long terme est évaluée par la BCE par l'intermédiaire du taux de swap d'inflation 5 ans dans 5 ans. Comme ce taux est actuellement à 1,95%, les marchés n'anticipent pas que l'inflation rejoigne sa cible de 2% avant au moins dix ans. Mais il faut relativiser la fiabilité de cet indicateur : son utilisation repose sur la théorie des anticipations rationnelles, laquelle suppose la perfection des marchés financiers. On sait ce qu'il faut penser de ces hypothèses. Mais, même si on les supposait vérifiées et que donc les investisseurs soient en mesure d'anticiper exactement le taux d'inflation et que donc le taux de swap 5 ans dans 5 ans se fixe en conséquence, il n'empêche que la loi du marché fera que, pendant toute la période à venir et selon le rapport de forces entre l'offre et la demande de cet actif financier, le niveau du taux sera volatile : est-il alors raisonnable de le prendre comme indicateur ? Quoi qu'il en soit, face au risque de déflation qui s'accroît, les investisseurs pensent aussi que la BCE ne va pas rester inerte, d'où leur forte demande d'obligations européennes, ce qui fait baisser encore davantage les taux de rendement. Or, la BCE n'a plus beaucoup de marge de manœuvre pour soutenir l'activité : c'est bien pourquoi M. Draghi est favorable au plan Juncker d'une politique d'investissements publics au niveau européen ; autant dire qu'il reconnaît que la politique budgétaire doit venir compléter sa politique monétaire et les réformes structurelles qu'il juge toujours aussi nécessaires.

Le 30 août, lors d'une réunion extraordinaire du Conseil européen à Bruxelles, Monsieur Donald Tusk est élu président du Conseil européen pour la période allant du 1/12/2014 au 31/5/2017. Donald Tusk, Président du conseil des ministres polonais, d'inspiration libérale, est le deuxième président du Conseil européen en prenant la suite du belge Herman Van Rompuy. Madame Federica Mogherini, membre du parti démocrate italien et ministre des affaires étrangères du gouvernement Renzi, est nommée haut représentant de l'UE pour les affaires étrangères et la politique de sécurité. Les autres membres de la Commission européenne doivent être rapidement désignés par le Conseil avec l'accord du Président de la Commission. Un vote d'approbation du Parlement européen sur ces désignations doit intervenir pour

clure le processus. Avec l'élection de Donald Tusk, très soutenu par A. Merkel dont il partage les principes de rigueur budgétaire, « le centre de gravité de l'Europe va donc clairement se déplacer vers l'Est, avec plus que jamais Berlin comme épigénètre » (Le Monde du 2 septembre).

Le 29, l'euro cote 1,3132\$, après avoir coté 1,3428 le 1^{er}, 1,3409 le 8, 1,3401 le 15 et 1,3242 le 22.

- Septembre 2014 ->

Le lundi 1^{er}, 20 ans après leur « papier Schäuble-Lamers » (voir dans notre historique à la date du 1/1/1994), les deux responsables allemands signent une tribune dans le Financial Times pour réaffirmer leur conviction de la nécessité de créer un « noyau dur », car « plus d'intégration est toujours un objectif pertinent pour l'Europe. (...) Nous devons continuer d'utiliser l'approche qui a prouvé son efficacité en 199 : établir des noyaux durs de coopération à l'intérieur de l'UE qui permettent à des groupes plus petits de pays désireux de le faire d'aller de l'avant ». « En 1994, lorsque nous avons publié “Réflexions sur la politique européenne”, nous avons fait valoir que ce dont l'Europe avait besoin en premier lieu, c'était d'une constitution. Et deuxièmement, nous avons fait valoir qu'en raison de l'appétit variable des États membres pour l'intégration, l'Europe devait faire preuve de souplesse pour aller de l'avant. Mais nous étions convaincus que, dans le cadre de cette flexibilité, l'Europe avait besoin d'un noyau solide pour faire avancer l'intégration. Cela est devenu réalité avec la mise en place de l'union monétaire en 1999. Cet événement a été précédé d'un vaste débat sur ce qui devrait venir en premier : l'union politique ou monétaire ? Nous avons dit à l'époque : commençons par l'union monétaire et concluons un pacte de stabilité avec des règles que chaque membre doit respecter. Malheureusement, l'Allemagne et la France ont sapé le pacte de 2003 en donnant le mauvais exemple que d'autres ont suivi. Nous savons tous ce qui est arrivé après cela. Aujourd'hui, après beaucoup d'efforts, nous sortons de la crise étape par étape ».

Et ce même jour a lieu à Berlin, une conférence, organisée conjointement par le Jacques Delors Institut, la Fondation Konrad Adenauer et l'Open Society Initiative for Europe, à laquelle ont participé de nombreuses personnalités de premier plan, dont évidemment Wolfgang Schäuble et Karl Lamers. Plusieurs pistes sont dessinées pour conforter l'UE. Il y a notamment le renforcement de la zone euro, la réforme de l'architecture institutionnelle et l'amélioration de la coopération franco-allemande, spécialement en matière de politique étrangère. Mais les participants sont conscients des obstacles à surmonter, en particulier la crise de la démocratie, le « réflexe de souveraineté » et la persistance des divergences entre les modèles économiques des différents pays, surtout entre ceux du Nord-Est d'une part et ceux du Sud-Ouest d'autre part.

Le mercredi 3, publication par le Forum économique mondial, du Rapport global sur la compétitivité 2014-2015. Selon ce rapport, la « santé de l'économie mondiale est en danger (...) Dans le classement de l'Indice mondial de compétitivité (GCI) qui couvre 144 économies, les États-Unis progressent pour la deuxième année consécutive et se retrouve troisième, grâce notamment à des gains en matière d'innovation et de gouvernance. La Suisse conserve la tête du classement pour la sixième année consécutive, Singapour reste deuxième, alors que la Finlande (4ème) et l'Allemagne (5ème) perdent chacune une place. Ils sont suivis par le Japon (6ème) qui gagne trois places. Les économies européennes ouvertes et basées sur les services sont juste derrière avec les Pays-Bas (8ème) qui conservent leur place et le Royaume-Uni (9ème) qui en gagne une. La Suède (10ème) ferme la marche du top 10. (...) En Europe, plusieurs pays gravement touchés par la crise économique tels que l'Espagne (35ème), le Portugal (36ème) et la Grèce (81ème), ont fait des progrès significatifs pour améliorer le fonctionnement de leurs marchés et l'allocation des ressources productives. Dans le même temps, certains pays comme la France (23ème) et l'Italie (49ème) qui demeurent confrontés à des défis importants en termes de compétitivité, ne semblent pas encore s'être engagés pleinement dans ce processus de réforme. Tandis que la fracture perdure entre le Nord très compétitif et le Sud et l'Est à la traîne, on peut observer un nouveau paysage de la compétitivité en Europe avec d'un côté les pays qui mettent en œuvre les réformes et de l'autre ceux qui ne le font pas ».

Le jeudi 4, lors de sa réunion encore mensuelle, la BCE décide d'abaisser de 10 pdb ses trois taux directeurs : à 0,05% son taux des opérations principales de refinancement, à 0,30% son taux de la facilité de prêt marginal et à -0,20% le taux de la facilité de dépôt.

La BCE décide également « de commencer à acheter des actifs du secteur privé non financier. L'Eurosystème achètera un large portefeuille de titres adossés à des actifs (ABS) avec des actifs simples et transparents sous-jacents constitués de créances sur le secteur privé non financier de la zone euro dans le cadre d'un programme de rachat d'ABS (ABSPP). Cela reflète le rôle du marché des ABS qui facilite de nouveaux flux de crédit à l'économie et suit l'intensification des travaux préparatoires à ce sujet, tel que décidé par le Conseil d'administration en juin. *Notons malgré tout qu'il est paradoxal de voir la Banque centrale encourager l'opération de titrisation qui, faut-il le rappeler, a joué un rôle décisif dans la crise des subprimes.* En parallèle, l'Eurosystème achètera également un large portefeuille d'obligations sécurisées, libellées en euros, émises par les IFM domiciliés dans la zone euro, dans le cadre d'un nouveau programme d'achat d'obligations sécurisées (CBPP3). Les interventions au titre de ces programmes débiteront en octobre 2014. (...) Ces nouvelles mesures décidées, couplées à des opérations de refinancement à plus long terme, qui seront menées dans deux semaines, auront un impact considérable sur notre bilan. Ces décisions vont élargir l'éventail des mesures de politique monétaire prises ces derniers mois. En particulier, elles appuieront notre orientation concernant les taux d'intérêt directeurs de la BCE et reflèteront qu'il existe des différences importantes et croissantes dans le cycle de la politique monétaire entre les grandes économies avancées. Elles renforceront encore le fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire et appuieront l'offre de crédit à l'économie en général. Dans notre analyse, nous avons tenu compte les perspectives modérées de l'inflation globale, l'affaiblissement récent de la dynamique de croissance de la zone euro au cours des dernières années et les évolutions monétaires et de crédit encore modérées. Les décisions d'aujourd'hui, avec les autres mesures mises en place, ont été prises en vue d'étayer l'ancrage solide des anticipations d'inflation à moyen et long terme, en ligne avec notre objectif de maintenir les taux d'inflation en dessous, mais proches de 2%. Le filtrage progressif de nos mesures vers l'économie contribuera à un retour des taux d'inflation à des niveaux plus proches de 2%. S'il devait être nécessaire de prendre d'autres mesures face aux risques liés à une période trop longue de faible inflation, le Conseil d'administration est unanime dans sa détermination à employer des instruments non conventionnels supplémentaires relevant de son mandat ».

À propos de CBPP3, notons que les opérations CBPP1 et CBPP2 ont concerné respectivement les périodes juillet 2009 – juin 2010 et novembre 2011 – octobre 2012. Et les opérations de refinancement à plus long terme dont il est question ici correspondent aux « TLRO ».

On comprend qu'en cette rentrée la BCE prend un tournant important. Son souci central est d'éviter la déflation, et cela se décline en trois objectifs que ses mesures ont pour but d'atteindre : deux sont explicites, à savoir favoriser le crédit à l'économie réelle et faire en sorte que le taux d'inflation s'approche de la norme de 2%, et le troisième est implicite : entraîner la dépréciation de l'euro, ce qui peut à la fois favoriser la compétitivité et être un facteur d'élévation du niveau des prix par l'intermédiaire de l'inflation importée. En ce qui concerne plus précisément la baisse des taux de refinancement, elle s'impose du fait que le niveau général des prix a constamment diminué dans la zone euro depuis avril : 0,7% en avril, 0,5% en mai, 0,5% en juin, 0,4% en juillet et 0,3% en août. Quand les taux d'intérêt nominaux sont quasiment au plancher, plus le taux d'inflation est bas, plus le taux d'intérêt réel a des chances d'augmenter, ce qui diminue les opportunités d'investissement, complique les stratégies de désendettement des agents, publics et privés, et cela constitue un facteur de déflation. Notons aussi que la BCE se dit en mesure, si les circonstances l'exigent, de prendre d'autres mesures non conventionnelles, autrement dit, concrètement, acheter des titres de dettes souveraines, donc de faire fonctionner la « planche à billets ». En fonction de deux analyses publiées le 2 septembre, la BCE pourrait se trouver effectivement contrainte d'employer cette « arme nucléaire » à plus ou moins brève échéance. D'abord, selon les indiscrétions du Monde, le Conseil d'analyse économique réviserait sévèrement à la baisse le niveau de la croissance potentielle de l'économie française, en l'estimant à 0,9% contre le 1,9% du gouvernement, de l'OCDE et du FMI, d'où le titre de l'article : « Et si la croissance ne repartait jamais... » ; avec des conséquences catastrophiques sur le déficit et la dette publics. Ensuite, le service de recherche économique de Natixis intitule son « Flash Marchés » : « La crise de la zone euro

peut-elle recommencer ? Sous une forme faible et durable probablement ». Et on lit dans sa synthèse finale : « Aujourd'hui, la zone euro est atteinte par une dégradation fondée de la confiance dans son économie : croissance structurellement nulle (France, Italie), croissance potentielle très faible, déficits publics difficiles à corriger. La BCE n'a pas d'instruments capables d'améliorer cette situation : que peut-elle faire face aux gains de productivité faibles, à la rentabilité insuffisante en France et en Italie ? »

Les réactions aux décisions de la BCE ne se font pas attendre : dès le soir, les Bourses progressent beaucoup et l'euro passe sous la barre symbolique des 1,30\$.

En ces premiers jours de septembre, on assiste à un brutal changement de positions du gouvernement français en matière de gestion des comptes publics : le ministre M. Sapin déclare le mardi 2 septembre que l'objectif d'économies de dépenses publiques à hauteur de 21 milliards d'euros va être revu à la baisse à cause de la faiblesse de la croissance et de l'inflation et, le mercredi 10, il annonce que la France va maintenir le cap pour la réduction des dépenses publiques et réaffiche l'objectif des 21 milliards ; qui correspond à la 1^{ère} tranche des 50 milliards d'euros que le gouvernement s'est engagé à réaliser durant les 3 dernières années du quinquennat de F. Hollande. En même temps, M. Sapin annonce que le déficit public pourrait être de 4,4% du PIB en 2014 (il a été de 4,2% en 2013), contre une prévision de 3,8%, et de 4,3% en 2015 contre une prévision de 3%. Après les délais de grâce déjà accordés à la France, cette norme de 3% ne serait atteinte qu'en 2017... Dans le programme de stabilité d'avril, la prévision du taux de croissance économique pour 2014 était de 1% et celle du taux d'inflation de 1,1% et le gouvernement les révisé à la baisse jusqu'à 0,4% pour l'un et à 0,5% pour l'autre. La révision à la baisse du taux de croissance s'explique en grande partie par l'effet récessif des économies de dépenses publiques et par l'augmentation des prélèvements obligatoires : le gain en solde structurel est perdu en solde conjoncturel. Dans ce contexte de rigueur budgétaire, les exportations restent le seul moteur possible pour la reprise. Mais encore faut-il attendre que les mesures prises en faveur de la compétitivité aient des effets et que la demande extérieure soit dynamique. Or, d'une part l'investissement des entreprises françaises ne redémarre pas, après avoir diminué en 2013, et d'autre part la demande mondiale est plombée par l'atonie de la croissance européenne, surtout que la situation de l'Allemagne est affectée par la rigueur qu'elle impose à ses partenaires et par la crise ukrainienne.

Les pressions de Bruxelles et de Berlin ont joué un rôle majeur dans ce revirement et leurs réactions aux annonces chiffrées du ministre français sont faciles à imaginer : dès l'après-midi, Bruxelles demande à la France de présenter des « mesures crédibles » pour réduire son déficit public en 2015 !

Le 10 septembre, publication de la composition de la nouvelle Commission européenne, appelée « Commission Juncker » et présentée comme « une équipe forte et expérimentée pour faire bouger les choses » dans le communiqué de presse (http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-984_fr.htm).

On relève en particulier les noms du néerlandais Frans Timmermans au poste de premier vice-président, de la polonaise Elzbieta Bienkowska comme commissaire au Marché intérieur, industrie, entrepreneuriat et PME, du français Pierre Moscovici comme commissaire aux Affaires économiques et financières, fiscalité et douanes, de la tchèque Vera Jourava comme commissaire aux Consommateurs et du britannique Jonathan Hill comme commissaire à la Stabilité financière, services financiers et union des marchés de capitaux. Notons que Pierre Moscovici sera sous la tutelle d'un vice-président, le finlandais Kirky Katainen, bien connu pour son orthodoxie budgétaire...

Lors d'un forum à Milan, le 11 septembre, le Président de la BCE Mario Draghi fait une intervention remarquable, dont voici le résumé (https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140911_1.en.html) :

« Nous sommes confrontés à un ensemble de facteurs - une faible croissance et une faible inflation, une dette élevée et un chômage élevé - qui doit être traité par une action concertée sur les deux côtés offre et demande de l'économie. Cela nécessite que tous les acteurs - tant au niveau national et européen - jouent leurs parties en ligne avec leur mandat respectif comme prévu dans les traités de l'UE.

La relance monétaire et budgétaire ne peut réussir que si elle est accompagnée par des politiques structurelles appropriées - des politiques qui favorisent la croissance potentielle et inspirent confiance.

L'investissement a été l'une des grandes victimes de la crise. Depuis 2008, les investissements des entreprises dans la zone euro ont diminué de près de 20%, contre 15% lors de la récession 1992. Nous ne verrons pas une reprise durable si rien ne change.

Une hausse décisive de l'investissement est essentielle pour ramener l'inflation à notre objectif, à relancer l'économie et à réduire le chômage.

Il y a deux domaines dans lesquels l'action du gouvernement au niveau national et européen peut aider à relancer l'investissement. Tout d'abord, l'environnement réglementaire devrait être plus favorable à la croissance économique. Deuxièmement, les entreprises ont besoin d'avoir accès à des sources de financement plus diversifiées : le lancement d'un syndicat des marchés de capitaux pourrait contribuer à atteindre cet objectif. C'est une idée que la BCE soutient pleinement. (...)

Il faut également une application cohérente et crédible du pacte de stabilité et de croissance dans le temps et entre les pays. Dans le cadre actuel, les pays devraient étudier les moyens de soutenir l'investissement productif.

En matière de politique monétaire, nous avons déployé un certain nombre d'outils non standards pour assurer que notre très accommodante politique monétaire soit transmise à l'économie réelle. La semaine dernière, le Conseil des gouverneurs a décidé de commencer l'achat de certains titres adossés à des actifs de haute qualité et les obligations sécurisées en Octobre. Les tranches senior de ces ABS se sont révélés être des actifs de haute qualité.

Aux côtés de nos opérations de refinancement à plus long terme ciblées, nous espérons que ces mesures permettront d'améliorer le fonctionnement de la transmission de la politique monétaire ».

Le même jour, le gouverneur de la Banque de France Christian Noyer déclare au micro d'Europe 1 qu'il faut que la France coupe « hardiment » dans ses dépenses publiques, qu'elle y va trop timidement, et ajoute : « la Cour des comptes a écrit des volumes entiers pour expliquer quelles dépenses on pourrait couper et qui bénéficieraient à l'activité. Il y a tout ce qu'il faut dans les livres qu'elle a écrits ».

Les 16 et 17 septembre, la Fed maintient ses taux en précisant qu'ils resteront bas « pour une durée considérable » mais continue à réduire ses achats d'actifs obligataires, ce qui devrait mettre un terme à ce programme de rachats mensuels en octobre.

Le jeudi 18, la BCE procède comme prévu au premier de ses 8 TLROs. Ces moyens non conventionnels de refinancement des banques, à long terme et à taux exceptionnellement bas, ont deux objectifs : l'objectif affiché est d'inciter au maximum les banques à augmenter leurs crédits à l'économie réelle et l'objectif officieux est de mettre les banques dans la meilleure situation possible pour passer leurs tests de résistance (« stress tests »). Il faut noter également que ces TLROs vont en réalité permettre à de nombreuses banques d'emprunter effectivement à la BCE mais pour lui rembourser les TLROs faits il y a 3 ans. De surcroît, les banques demandent moins de 83 milliards d'euros alors que la BCE tablait sur 100 à 150. Et on se rappelle que la BCE avait prêté sur long terme aux banques 1000 milliards en 2011-2012 sans que pour autant le crédit à l'économie réelle ait pour autant décollé... *Il convient donc de prendre conscience que le crédit bute davantage sur un problème de demande insuffisante que sur des conditions d'offre trop frileuses.*

Dans le *Nouvel Observateur* du 18 septembre, Aude Lancelin présente le dernier ouvrage, important, de l'écrivain François Meyronnis : « Proclamation sur la vraie crise mondiale » (Liens qui Libèrent) : « elle engage notre rapport entier au monde et déborde de tous côtés la vision étroitement économique des choses, ce « discours du manche » écrit Meyronnis. Paraphrasant Gogol dans « les Ames mortes », l'auteur dépeint la planète comme une « troïka lancée dans une course folle vers un but inconnu ». Sous le fouet du capitalisme intégré, ce sont désormais toutes les parties du globe qui se voient mises en concurrence à chaque moment, et la destruction intégrale de l'homme, ce fétiche familier auquel voulurent croire les Temps modernes, est désormais engagée.

Pour faire pièce à cela, les réponses politiques aujourd'hui avancées sont d'une faiblesse inquiétante. La décroissance que certains appellent de leurs vœux ? Absurdité, puisqu'elle présuppose que les êtres humains seraient capables de s'arracher collectivement à l'illimité du désir. Le salut par l'Union européenne ? On veut à toute force oublier que le père de celle-ci, Jean Monnet, adversaire symbolique numéro un du général de Gaulle, ne visait nul projet cosmopolitique, mais avant tout à combiner les intérêts oligarchiques des deux côtés de l'Atlantique, sous les aspects d'une démocratie de façade.

Le salut ne viendra pas davantage de la réactivation des vieilles mythologies révolutionnaires, à en croire hélas Meyronnis. Autonomie, progrès, internationale des luttes... Autant de mots qui semblent bien impuissants alors que l'emprise capitaliste s'exerce aujourd'hui de l'intérieur même des individus, laissant si peu de prise aux vieilles dialectiques issues du maître et de l'esclave.

Alors pas d'espoir, alors le triomphe inexorable du consortium financier, et ce, jusqu'à l'abîme ? L'auteur ne veut pas davantage s'y résoudre, qui écrit ici qu'« *étant au cœur du danger, chacun de nous garde la ressource d'y trouver le sauf* ». A tous reviendra d'écrire la suite d'un livre troublant, qui ne vise pas à offrir des solutions de confort, mais à fournir des phrases de réveil à toutes les intelligences ».

Profitions de cette réflexion pour indiquer le niveau du déficit public et de la dette souveraine (en % du PIB) des pays du Sud de la zone euro qui ont fait l'objet à la fois d'aides et de contraintes fortes pour réaliser des réformes sévères (les chiffres de 2014 et 2015 correspondent aux perspectives de la Commission européenne) :

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Irlande</i>	0,2 24,9	-7,4 44,2	-13,7 64,4	-30,6 91,2	-13,1 104,1	-8,2 117,4	-7,2 123,7	-4,8 121,0	-4,2 120,4
<i>Grèce</i>	-6,5 107,3	-9,8 112,9	-15,7 129,7	-10,9 148,3	-9,6 170,3	-8,9 157,2	-12,7 175,1	-1,6 177,2	-1,0 172,4
<i>Espagne</i>	2,0 36,3	-4,5 40,2	-11,1 54,0	-9,6 61,7	-9,6 70,5	-10,6 86,0	-7,1 93,9	-5,6 100,2	-6,1 103,8
<i>Chypre</i>	3,5 58,8	0,9 48,9	-6,1 58,5	-5,3 61,3	-6,3 71,5	-6,4 86,6	-5,4 111,7	-5,8 122,2	-6,1 126,4
<i>Portugal</i>	-3,1 68,4	-3,6 71,7	-10,2 83,7	-9,8 94,0	-4,3 108,2	-6,4 124,1	-4,9 129,0	-4,0 126,7	-2,5 124,8

Il est difficile de conclure de ces données que la thérapeutique appliquée à ces pays donne les résultats escomptés... Surtout qu'il faut avoir à l'esprit le fait que les deux taux montrent des résultats qui dépendent non seulement de l'évolution du numérateur mais également de celle du dénominateur, c'est-à-dire du PIB. Or, l'évolution du PIB est orientée à la baisse à cause précisément de la politique restrictive exigée par le « troïka ». On comprend facilement qu'une bonne réaction de ces taux ne peut être constatée que si l'activité économique progresse plus vite que les déficits et les dettes publics.

Les 19 et 25, l'agence Moody's maintient sa perspective négative sur la dette souveraine française et sur le système bancaire français.

Le 26, le Haut Conseil des finances publiques publie un avis sur le projet de loi de programmation des finances publiques pour les années 2014 à 2019 (<http://www.hcfp.fr/Avis-et-publication/Avis/Avis-n-2014-04-relatif-au-projet-de-loi-de-programmation-des-finances-publiques-pour-les-annees-2014-a-2019>). Cet avis est à la fois critique et pessimiste.

Parce qu'il estime que les hypothèses de croissance potentielle sont très fragiles et que les prévisions de croissance sont surestimées, ce qui rend le scénario macroéconomique top optimiste. Notons que le même jour, le Haut Conseil publie également un avis sur le projet de loi de financement de la Sécurité sociale pour 2015, dans lequel il relève plusieurs fragilités sur la prévision de croissance et le dynamisme de l'environnement international et de la demande intérieure ; il souligne que l'écart à la trajectoire de solde structurel de la loi de 2012, qui est toujours en vigueur, n'a pas été corrigé et qu'il est même aggravé, ce qui empêche de croire en la réalisation des objectifs de limitation de la croissance de la dépense publique et d'amélioration du solde structurel.

Le 30 septembre, l'INSEE publie l'état de la dette souveraine française à la fin du 2^{ème} trimestre 2014 : au sens de Maastricht, elle dépasse les 2000 milliards d'euros et les 95% du PIB. Pour ce qui concerne les finances publiques à proprement parler, le Haut Conseil considère que ce projet n'est pas cohérent avec les engagements pris par la France.

En ce qui concerne le taux de change de l'euro contre dollar, il est de 1,2684 le 26 septembre après avoir été de 1,2951 le 5, 1,2963 le 12 et 1,2829 le 19. *La baisse de l'euro se poursuit donc. Les deux principaux facteurs explicatifs sont la politique monétaire de la BCE, conventionnelle et non conventionnelle, et le manque de dynamisme de l'économie européenne. Des experts anticipent une poursuite de cette baisse, et même une accélération (la Deutsche Bank et la Barclays prévoient même que l'euro pourrait valoir près d'un dollar, voire moins, d'ici 2017) à cause d'un fort développement des exportations de capitaux. En effet, la zone euro accumule de forts excédents extérieurs courants, et par conséquent une*

épargne considérable qui va chercher de plus en plus à se placer dans des pays offrant de meilleures perspectives de rentabilité qu'en Europe.

Également fin septembre, parution en Allemagne d'un ouvrage de Marcel Fratzscher, Président de l'Institut de recherches DIW, intitulé : « **Allemagne, l'illusion** », dans lequel l'auteur démontre que l'économie de son pays est en échec, que celui-ci vit sur ses acquis et qu'il est en déclin : il faut donc en finir avec les clichés trop flatteurs et dangereux. Il souligne en particulier, en plus de la situation démographique, la grave insuffisance d'investissements, ce qui l'amène à penser que l'Allemagne pourrait redevenir « l'homme malade de l'Europe », comme elle l'avait été il y a une dizaine d'années.

• Octobre 2014 ->

Le mercredi 1^{er}, présentation par le gouvernement français du budget pour l'État pour 2015. Il est prévu de réaliser l'an prochain 21 milliards d'euros d'économies - et 50 Mds sur trois ans - pour limiter la hausse des dépenses publiques à 0,2 % par an. Ces « économies en dépenses » ne correspondent pas à une diminution des dépenses mais à une réduction des dépenses par rapport à leur évolution tendancielle qui est estimée à 1,7% en volume par an. Cela correspond malgré tout à un réel effort car les dépenses publiques ont progressé de 2% par an entre 2002 et 2011. Il n'empêche que le déficit public ne reculera donc que très peu l'an prochain, à 4,3 % du PIB, après 4,4 % en 2014 et 4,2 % en 2013, alors qu'il était prévu un objectif de 3,8% dans le programme de stabilité 2014-2017. Cela s'explique notamment par la dégradation du solde conjoncturel du fait que la croissance du PIB et le taux d'inflation sont faibles et que l'élasticité des recettes fiscales par rapport au PIB est inférieure à 1. Le retour aux normes européennes ne devrait s'effectuer qu'en 2017, contre un engagement initial à revenir dès l'an prochain au seuil de 3 % du PIB de déficit public. Le gouvernement ne table plus désormais que sur une croissance de 0,4 % en 2014 et de 1 % en 2015. Les 50 Mds d'économies programmées sont ventilés de la manière suivante : 19 Mds d'économies sur les dépenses de l'État et de ses agences, 10 Mds sur les dépenses d'assurance-maladie, 10 Mds sur les autres dépenses sociales et 11Mds sur les collectivités locales.

Dans le Blog de l'OFCE, en date du 13 octobre, Henri Sterdyniak fera la réflexion logique suivante :

« La France a signé le Pacte de Stabilité en 1997 et en 2005 puis le Traité budgétaire en 2012. Selon ces textes, le déficit public d'un pays de la zone euro ne doit pas dépasser les 3 points de PIB ; dès que le déficit public dépasse cette limite, le pays est soumis à la procédure de déficit excessif et doit revenir sous les 3% selon un calendrier accepté par la Commission. La France s'était engagée à revenir en dessous des 3% en 2012, puis en 2013 ; elle a obtenu, en juin 2013, la possibilité de reporter à 2015 le passage sous les 3%. Mais, selon le budget présenté fin septembre 2014, le déficit public de la France sera toujours de 4,3% du PIB en 2015 ; le passage sous les 3% est reporté à 2017. En décembre 2012, la France s'était engagée à faire un effort budgétaire de 3,2 points de PIB sur les trois années 2013-14-15 ; selon le nouveau budget, l'effort ne sera que de 1,4 point, soit de 1,1 point en 2013, 0,1 point en 2014, 0,2 point en 2015. Ainsi, la France ne fera même pas en 2014 et 2015 l'effort de 0,8 point de PIB auquel elle s'était engagée en juin 2013 ; elle ne fera pas non plus, durant ces 2 années, l'effort de 0,5 point de PIB, qui s'impose à tous les pays dont le déficit structurel est supérieur à 0,5 point de PIB. Au lieu de prendre des mesures pour se rapprocher de la trajectoire de solde public annoncée par la Loi de Programmation des Finances Publiques votée en 2012, le gouvernement va faire voter une nouvelle LPFP, ce qui est contraire à l'esprit du Traité budgétaire. Bref, soit Bruxelles sanctionne la France, soit elle renonce à faire respecter les principes du Pacte et du Traité ».

Notons qu'en date du 15, également dans le Blog de l'OFCE, Xavier Timbeau démontrera « l'infinie maladresse du budget français ».

Le Conseil des gouverneurs tient à Milan sa réunion mensuelle le jeudi 2 : pas de changement pour les taux directeurs ; est annoncé pour le 4^{ème} trimestre de l'année l'achat d'obligations sécurisées adossées à des actifs (ABS), opération qui devrait durer au moins 2 ans et dont les modalités seront précisées dans un communiqué un peu plus tard dans l'après-midi ; avec la poursuite de TLROs jusqu'en 2016, cela devrait avoir d'importants effets sur le bilan de la BCE ; est rappelée aussi la détermination de la BCE à prendre d'autres mesures non conventionnelles si le taux d'inflation devient encore plus bas (il a été de 0,3% en septembre contre 0,4% en août). Comme d'autres, M. Draghi estime qu'il y a un affaiblissement de la dynamique de croissance dans la zone euro. Interrogé sur le cas français, le président de la BCE dit qu'il fait confiance à Paris pour prendre toutes les mesures nécessaires en termes de réformes. Car la politique

monétaire accommodante de la BCE ne suffit pas pour favoriser l'investissement, l'emploi et la croissance potentielle : il faut également d'autres types de politiques, notamment pour réformer les marchés du travail et de la production et pour améliorer l'environnement des entreprises. D'ailleurs, Madame Lagarde considère que cela se répercute sur la croissance mondiale (le FMI ne prévoit plus que 0,8% de croissance pour l'UE en 2014 et 1,3% pour 2015, et son chef économiste, O. Blanchard pense qu'il existe « un risque que la reprise économique connaisse un coup d'arrêt dans la zone euro, que la demande s'affaiblisse encore et que la faible inflation se transforme en déflation »). M. Draghi et Ch. Lagarde constatent que les faibles progrès en matière de réformes structurelles sont un facteur qui pèse lourd dans la mollesse de l'activité économique de la zone euro. Le G20 du 20 septembre avait insisté sur les répercussions mondiales du malaise économique de l'Europe (la production industrielle de la zone euro a baissé de 1,8% en août).

Les marchés auront une réaction plutôt négative aux décisions de la BCE car ils attendaient au moins un signal en faveur d'un « QE souverain », c'est-à-dire un rachat de titres de dette publique.

Quand on constate que depuis la mi-2011 l'économie française est pratiquement à l'arrêt (+0,1% de croissance en moyenne par trimestre entre le 2^{ème} trimestre 2011 et le 2^{ème} trimestre 2014) et que rien ne laisse espérer un retour à des taux de croissance plus élevés, il est intéressant de lire la note du Conseil d'analyse économique, rédigée par P. Artus, C. Garcia-Penalosa et P. Mohnen, et présentée au premier ministre le 19 septembre, fait deux types de recommandations pour redresser la croissance potentielle de la France (<http://www.cae-eco.fr/IMG/pdf/cae-note016.pdf>) :

1. Compétences de la force de travail et leur adéquation aux emplois

- Renforcer le temps passé en entreprise dans les filières professionnelles du secondaire.
- Accroître les incitations des régions et des établissements d'enseignement à faire évoluer les formations en fonction des besoins des entreprises.
- Accroître la part de formations technologiques post-Bac relativement à certaines filières générales post-Bac.
- Assouplir les conditions de la formation en alternance pour les plus de 25 ans
- Aligner la durée maximale d'indemnisation du chômage des plus de 50 ans sur celle du reste de la population. Améliorer la prise en compte des cumuls emploi-retraite pour le calcul des pensions.

2. Incitations des entreprises à innover

- Améliorer l'efficacité du Crédit d'impôt recherche (CIR) en poursuivant l'effort de simplification de la procédure, le compléter par des aides directes à la recherche dans des domaines à fortes externalités.
- Mener une étude sur les causes profondes de la faible rentabilité du capital-risque en France.
- Adapter la réglementation des secteurs non manufacturiers, en particulier ceux qui produisent des services intermédiaires pour les autres secteurs.

Le lundi 6, publication par l'INSEE (France), l'Ifo (Allemagne) et l'Istat (Italie) d'une note sur les perspectives - « moroses » - de croissance dans la zone euro pour la fin de 2014 et le début de 2015 (http://www.insee.fr/fr/indicateurs/ind108/20141006/EZEO_Octobrer2014_VF.pdf).

Le lundi 13, la réunion à Luxembourg de l'Eurogroupe porte naturellement sur la situation économique de la zone euro en général, avec les questions du renforcement de la croissance, l'amélioration du potentiel de croissance et la création d'emplois, et sur celles des investissements et de l'évolution de certains États membres en particulier. Tout en réaffirmant l'importance centrale du Pacte de stabilité et de croissance, il est reconnu que des actions fortes de stimulation et des réformes structurelles sont attendues des gouvernements.

Le mercredi 15, ajoutées aux problèmes géostratégiques (crise ukrainienne, État islamique, virus Ébola), des informations économiques inquiétantes viennent à la fois des États-Unis et de l'Allemagne, si bien que le milieu de semaine est marqué par des baisses boursières très fortes, comme si les opérateurs, emmenés par les fonds spéculatifs, craignaient l'avènement d'une nouvelle crise financière : le CAC40 passe sous la barre des 4000 points et l'indice S&P500 perd 1,12% entre le 13 et le 17. Mais il avait bondi de 80% depuis mars 2011 : ne s'agit-il pas alors plutôt d'une correction après l'euphorie ?

Le 16, Michel Aglietta fait dans le Blog du CEPII un vibrant plaidoyer pour l'investissement public (<http://www.cepii.fr/BLOG/bi/post.asp?IDcommuniqué=337>).

Le 20, dans le but de dépasser l'antagonisme entre une France qui n'épargne pas assez et une Allemagne qui n'investit pas assez (« 50 Mds d'économies chez nous, 50 Mds d'investissements chez eux, ce serait un bon équilibre » dit E. Macron), les ministres français de l'économie et des finances français et allemands se rencontrent à Berlin. Ils décident en particulier de préciser le 1^{er} décembre les réformes et les

investissements que les deux pays feront pour relancer la croissance de manière concertée. Les économistes J. Pisani-Ferry et H. Enderlein sont désignés pour préparer courant novembre des propositions en ce sens. Mais le 22, S&P publiera une étude montrant qu'un plan de relance en Allemagne « n'aurait qu'un effet limité sur le reste de la zone euro » ; spécialement en France. Cela rejoint les conclusions d'une étude du FMI de juillet. Autrement dit, une augmentation des investissements en Allemagne est sans doute une nécessité pour la bonne santé de l'économie allemande mais elle n'est pas le remède miracle pour booster la croissance européenne. Notons que selon de récentes statistiques européennes, le taux d'investissement des sociétés non financières de l'UE tourne stagne autour de 21,5%-22% depuis le début de 2009 alors qu'il était monté de 23% à près de 25% entre début 2003 et début de 2008.

Le mercredi 22, le Parlement européen vote en faveur de la nouvelle Commission européenne, emmenée par J.-C. Juncker, par 423 voix pour, 209 contre et 67 absents. La nouvelle Commission prendra ses fonctions le 1^{er} novembre et remplacera donc la « Commission Barroso 2 ». J.-C. Juncker déclare : « Après un long voyage démocratique, aujourd'hui, mon équipe a franchi la ligne d'arrivée, je suis honoré que ma Commission ait reçu le soutien démocratique du Parlement européen. Maintenant, il est temps de retrousser nos manches et de se mettre au travail : amorcer la reprise économique, créer des emplois plus nombreux et de meilleure qualité, améliorer le sort de la jeunesse de l'Europe pour un avenir meilleur, protéger les plus vulnérables de notre société et faire face à la situation géopolitique qui se détériore rapidement. Ensemble, nous réussirons ». Voir http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-1192_fr.htm.

Ce même mercredi 22, 5 pays de la zone euro, la France, l'Italie, l'Autriche, la Slovaquie et Malte, reçoivent une lettre de la Commission leur demandant des précisions sur leur projet de budget pour 2015. Contrairement à son homologue italien, le gouvernement français estime qu'il n'a pas à rendre public ce type de courrier. Mais Mediapart le publiera le 24 et le commissaire européen aux Affaires économiques et budgétaires Jyrki Katainen y écrit en particulier : « Je vous écris pour vous demander les raisons qui ont conduit la France à dévier des objectifs budgétaires fixés par le Conseil, en ce qui concerne à la fois le déficit public et l'ajustement de l'équilibre budgétaire structurel en 2015. Je voudrais également savoir comment la France prévoit de se conformer à ses obligations de politique budgétaire en 2015, conformément au pacte de stabilité et de croissance.

Selon les éléments fournis par la France, le projet de budget ne prévoit pas de ramener le déficit public sous la barre des 3 % du PIB d'ici à 2015, la valeur de référence du traité. (...) 2015 est la date butoir fixée par le Conseil dans ses recommandations du 21 juin 2013 avec l'objectif de mettre fin à la procédure de déficit public excessif pour la France (...) Tout porte à croire que le projet de budget pour 2015 prévoit de manquer aux obligations budgétaires qui découlent des recommandations du Conseil, sous la procédure de déficit public excessif", insiste le Commissaire, même s'il précise que "la Commission cherche à poursuivre un dialogue constructif avec la France ». En réponse, le Président Hollande, considérant ce courrier comme « banal », réaffirme que la France entend respecter ses engagements européens mais avec le maximum de flexibilité et qu'en tout état de cause elle n'irait pas au-delà des 21 milliards d'euros d'économies prévus dans son budget 2015. F. Hollande fait allusion aux flexibilités prévues par le Pacte de stabilité et de croissance, spécialement en cas de « circonstances économiques exceptionnelles ».

Les 23 et 24, sommet européen consacré au climat. Les 28 parviennent à un compromis en se donnant 3 objectifs à l'horizon 2030 : réduire d'au moins 40% les émissions de gaz à effet de serre, porter à 27% la part des énergies renouvelables du mix énergétique et réaliser 27% d'économies d'énergie. Ce compromis est un beau résultat quand on connaît les positions divergentes des États membres ; il n'empêche que plusieurs ONG trouvent ces objectifs très insuffisants.

À l'occasion de ce sommet, la Commission européenne rappelle aux États membres le contenu du budget rectificatif de l'Union adopté mi-octobre pour boucler le budget européen. Ce rectificatif introduit de nouvelles modalités de calcul du PIB, ce qui fait que certains pays vont faire des économies (1 milliard pour la France et 780 millions pour l'Allemagne) mais d'autres pays devront payer davantage, en particulier le Royaume-Uni (2,1 milliards en plus), ce qui entraîne la colère du Premier ministre David Cameron et le refus de son pays de payer cette rallonge.

Dimanche 26 : la BCE annonce les résultats des tests de résistance imposés à 130 banques de la zone euro. C'est une quadruple réussite. Premièrement, parce qu'il n'y a que 25 banques qui ont été « recalées », lesquelles se trouvent dans les pays qui ont été particulièrement touchés par la crise, non seulement la Grèce mais aussi et surtout l'Italie avec 9 banques. Toutes les banques importantes de la zone euro ont réussi ces tests. Deuxièmement, parce que la méthodologie employée pour effectuer ces

tests est bien meilleure que celle qui avait été mise en œuvre en juillet 2010 : le Conseil de supervision actuel a mieux réussi que l'Autorité bancaire européenne d'hier et le retard avec les États-Unis a été rattrapé. Rappelons qu'en juillet 2010 les banques irlandaises avaient pleinement satisfait aux tests d'alors et se sont effondrées quant mois après. Troisièmement, l'autorité de la BCE est renforcée quelques jours avant de devenir - le 4 novembre - le superviseur de l'ensemble des banques de la zone euro. Les résultats de ces tests constituent donc une sorte d'état de lieux avant que n'entre en fonction l'organe de supervision bancaire de la BCE. Notons que ces tests ont été faits à partir des bilans de fin 2013, autrement dit sans tenir compte des efforts faits depuis par les banques pour accroître leurs fonds propres. Si l'on en tient compte, le nombre de banques recalées tombe à 13 (4 italiennes - dont la 3^{ème} plus grande du pays -, 2 grecques, 2 slovènes, 1 autrichienne, 1 portugaise, 1 irlandaise, 1 chypriote et la franco-belge Dexia) et l'insuffisance de capitaux propres des banques passe de 25 milliards d'euros à 9,5. Les banques qui ont échoué ont 15 jours pour élaborer un plan de recapitalisation et quelques mois pour le réaliser. Enfin, quatrièmement, ce résultat globalement positif, qui est une réussite à la fois pour les grandes banques commerciales de la zone euro et pour la BCE, constitue une étape importante dans la construction de l'union bancaire. Rappelons que l'union bancaire a été lancée en juin 2012 et que la supervision bancaire unique (MSU), confiée à la BCE, en est le premier des trois piliers qui la définissent, les deux autres étant d'un côté le mécanisme unique de résolution, qui sera opérationnel en 2016 et qui sera lui même constitué d'un conseil de résolution unique (MRU) pour s'occuper en l'espace d'un week-end s'il le faut de la liquidation ou de la restructuration des banques en difficulté (en sollicitant en premier les actionnaires et les créanciers pour couvrir les pertes), et d'un fonds de résolution commun (qui atteindra 55 milliards € en 2022) alimenté par le secteur bancaire, et de l'autre la garantie des dépôts jusqu'à 100 000 euros (ce qui précise le contenu du « bail-in), mais l'Allemagne s'est opposée à la constitution d'un fonds commun, ce qui réduit la portée du dispositif. Le MRU ne s'appliquera qu'aux établissements participant au MSU et c'est le principe du renflouement interne (« bail-in ») qui s'appliquera et non plus le renflouement externe (« bail-out »), autrement dit par les pouvoirs publics : ce sont les actionnaires et les créanciers, par ordre de séniorité, qui seront les premiers à payer, jusqu'à 8% du passif de la banque, et le fonds de résolution sera mis à contribution au-delà mais à hauteur de 5% du passif. Cela dit, les experts sont unanimes pour considérer que la somme de 55 milliards est trop faible et des études montrent que les banques de la zone euro sont nettement en repli en comparaison des banques hors zone euro. Certes, toutes les banques du monde ont été très touchées par la crise financière des années 2007-2008, enregistrant une chute de leurs créances internationales, mais celles-ci ont vu leurs activités internationales repartir très vite alors que celles-là sont toujours en perte de vitesse : en 2012, les banques de la zone euro ont réalisé 40% de l'activité bancaire internationale contre 56% en 2007. L'union bancaire européenne semble, pour de nombreux experts, placée sur de bons rails. Il n'empêche que d'autres relativisent la portée de l'union bancaire telle qu'elle est mise en place en Europe. C'est le cas de l'ancien banquier J.-M. Naulot dans son article paru sur le site du journal Le Monde en date du 14 avril où il considère qu'il s'agit « d'une machine inutile et dangereuse » : http://www.lemonde.fr/idees/article/2014/04/14/le-compromis-sur-l-union-bancaire-a-cree-une-machine-inutile-et-dangereuse_4400600_3232.html. C'est le cas aussi de J. Couppey-Soubeyran dans un article du Monde du 29 octobre, intitulé « Secteur bancaire : tout va bien madame la Marquise », où elle montre que fonder les tests de résistance sur un ratio prudentiel calculé en pondérant les actifs bancaires par leurs risques respectifs aboutit à des résultats bien plus avantageux que lorsqu'une telle pondération n'est pas faite, surtout que ce sont les banques elles-mêmes qui effectuent cette pondération. En calculant les ratios prudentiels sans pondération, ce sont 76 banques qui auraient un taux inférieur à la norme de fonds propres de 5%, dont 20 allemandes et 10 françaises, parmi lesquelles se trouvent de grandes banques « systémiques »... D'autres experts critiquent également les modalités de ces « stress tests » en regrettant par exemple que les risques liés au contexte déflationniste et à l'interconnexion des banques aient été sous-estimés. Les députés européens écologistes publieront d'ailleurs le lendemain, le lundi 27, des « stress tests alternatifs » en tenant compte notamment du niveau d'endettement, de la part des activités spéculatives et du financement de l'économie réelle ainsi que du degré de dépendance aux montages financiers offshore : ce sont de très grandes banques systémiques qui sont les « moins utiles socialement ». Il apparaît ainsi que la question « too big to fail » est toujours d'actualité et que par

conséquent les résultats officiels des tests de résistance masquent la garantie implicite que les États donnent de fait à leur système bancaire. L'expert financier indépendant A. Kloeck estime à près de 86 milliards d'euros les subventions implicites dont ont bénéficié en 2013 les 57 plus grandes banques européennes (voir Le Monde du 29 octobre).

Lundi 27, pour éviter que Bruxelles émette un avis négatif sur le projet de budget, la France et envoient à la Commission un courrier pour l'informer que des efforts supplémentaires à hauteur de 3,6 milliards pour la France et de 4,5 pour l'Italie vont être faits et que cela fera baisser le déficit structurel (de 0,5 point du PIB pour la France et de 0,3 point pour l'Italie, ce qui correspond aux exigences de Bruxelles). En ce qui concerne la France, les 3,6 milliards ne proviennent pas d'économies de dépenses supplémentaires mais de changements dans certaines estimations, notamment du montant des intérêts de la dette (en tenant compte d'une baisse des taux plus importante que prévue) et du PIB (ce qui amène à réduire l'effort structurel à faire), et du renforcement de la lutte contre la fraude et l'optimisation fiscales. Le courrier de Paris réussit à amadouer Bruxelles puisque le lendemain, donc le mardi 28, le commissaire européen aux affaires économiques Jyrki Katainen (appelé à devenir dans quelques jours vice-président de la nouvelle Commission) annonce qu'il n'a pas relevé de « cas sérieux de non-conformité » dans les budgets des États membres que la Commission a examinés : celle-ci n'émet donc pas d'avis négatif.

Le mardi 28, l'Assemblée nationale française adopte le projet de budget de la Sécurité sociale qui introduit une importante réforme concernant les allocations familiales : celles-ci seront modulées selon le revenu ; c'est une petite révolution pour la politique familiale qui n'avait pas jusqu'ici un tel objectif de redistribution.

Mercredi 29, sous l'égide du Forum mondial pour l'échange d'informations et la transparence à des fins fiscales, qui dépend de l'OCDE, signature à Berlin par 49 pays, dont le Luxembourg et l'Autriche, et aussi des places financières offshore, d'un accord décisif en faveur de la lutte contre la fraude fiscale internationale puisqu'il met en place l'échange automatique d'informations fiscales, et non plus à la demande.

Également le mercredi 29, constatant l'amélioration de la situation économique des États-Unis et plus spécialement de celle de l'emploi, la Fed annonce la fin de son programme d'achats de bons du Trésor et de titres hypothécaires (depuis 2 ans, elle aura ainsi injecté 1600 milliards de \$ avec son « QE3 », et alourdi son bilan de près 4500 milliards à cause de ses 3 phases de QE menées depuis 6 ans) mais a réaffirmé son intention de garder encore pour longtemps des taux directeurs bas, sans en dire plus pour empêcher en quelque sorte les marchés d'anticiper trop facilement un remontée de ces taux.

Jeudi 30, publication par Le Monde d'une chronique « Un suicide européen », signée par Arnaud Leparmentier, qui estime que « l'Europe ne meurt pas, elle agonise ». Il accuse « trois coupables qui retombent dans leurs travers historiques et menacent une communauté bâtie depuis cinquante ans sur le droit. Les Britanniques par égoïsme, les Allemands par juridisme, les Français par orgueil » ; et conclut : « la seule solution reste dans le saut fédéral ». *Selon nous, la chronologie pourrait être, après l'union monétaire, l'union budgétaire, puis l'union économique et enfin l'union politique ; tout en reconnaissant qu'en faisant l'union monétaire avant les autres, et spécialement avant l'union politique, on a épousé la politique des petits pas des pères de l'Europe et on a donc mis la charrue avant les bœufs.*

Vendredi 31, Eurostat estime tout à la fois que l'inflation d'octobre est en légère hausse (0,4% contre 0,3% en septembre et 0,4% en août) et qu'elle est appelée cependant à rester faible sous l'effet de la baisse du prix du pétrole et de la faiblesse de la demande intérieure.

L'euro cote ce dernier jour du mois 1,2525\$, après avoir coté 1,2515 le 3, 1,2629 le 10, 1,2761 le 17 et 1,267 le 24. Face au billet vert, l'euro baisse depuis le mois de mars : il a perdu plus de 10%. Bien évidemment, cette évolution a des effets contradictoires sur la situation économique de la zone euro et de ses États membres, et de manière différente pour les uns et les autres. L'OCDE estime qu'une baisse de 10% de l'euro - en termes effectifs - fait s'accroître la croissance réelle de 0,7 points pendant 2 ans et élève le taux d'inflation de 0,3 points pendant 3 ans ; les pays les plus bénéficiaires d'une telle évolution sont ceux qui sont le plus ouverts à l'économie mondiale hors zone euro et dont l'élasticité-prix des exportations est élevée (la dépréciation de l'euro n'a aucun effet sur la compétitivité des produits français par rapport aux produits allemands). En allant vers 1,25\$, le taux de taux de change de l'euro contre dollar est proche de ce que beaucoup considèrent comme son taux d'équilibre ; mais ne faut-il pas réviser

à la baisse le niveau de ce taux de change d'équilibre pour tenir compte du risque de déflation ?

• Novembre 2014 ->

Le mardi 4, la Commission européenne prévoit pour la zone euro en 2015 une croissance de 0,8%, avec un taux d'inflation de 0,8% ; ses prévisions pour 2016 sont respectivement de 1,7% et de 1,5%. Le taux de chômage serait de 11,3% en 2015 et de 10,8% en 2016. Pour la France elle prévoit une croissance de 0,7% en 2015 contre une prévision gouvernementale de 1%, ce qui entraîne une différence d'appréciation concernant l'évolution du déficit public : alors que le gouvernement le prévoit à 4,3% du PIB en 2015, à 3,8% en 2016 puis à 3% en 2017, la Commission le met - sous conditions de politiques constantes - à 4,5% en 2015 et en augmentation jusqu'à 4,7% en 2016, d'où l'impossibilité de revenir aux 3% en 2017... : la France pourra-t-elle bénéficier d'un délai supplémentaire ? Le journal allemand Der Spiegel a publié la veille, le lundi 3, une lettre envoyée le 20 octobre à Bruxelles par les ministres allemands de l'économie et des finances pour demander que les règles budgétaires européennes soient davantage respectées et que donc les pays qui ne les respectent pas encore prennent fermement les décisions de réformes nécessaires ; et pour mieux les inciter à le faire, ils adressent à la Commission un certain nombre de recommandations très strictes.

Ce même jour est publié un rapport d'audit interne du FMI : l'organisation internationale aurait eu raison d'encourager dès le déclenchement de la crise les politiques de soutien à la croissance mais a conseillé par la suite, trop vite et trop fort, les politiques d'austérité budgétaire, surtout mixée avec une politique monétaire très accommodante ; d'où des risques financiers et de change supplémentaires.

Le jeudi 6, lors de sa réunion mensuelle, la BCE ne modifie pas ses taux directeurs, précise que les achats de créances titrisées de PME et d'obligations sécurisées des banques se poursuivront au moins deux ans et surtout que de nouvelles mesures sont étudiées pour le cas où la situation l'exigerait en termes de croissance et d'inflation trop faibles : il est concrètement envisagé d'injecter 1000 milliards d'euros supplémentaires dans la zone euro, ce qui ne manquerait pas d'alourdir fortement le bilan de la BCE. Dans un contexte économique défavorable à l'Europe, les investisseurs sont rassurés : l'euro passe un moment sous la barre de 1,24\$ et les places financières européennes sont vite orientées à la hausse. Il n'empêche que cette éventualité n'aurait pas nécessairement les effets attendus. *Il faut se méfier du benchmarking en matière de politique monétaire : ce qui réussit aux États-Unis ou au Japon peut ne pas réussir en Europe, essentiellement parce que, outre les différences de situations macroéconomiques, de comportements des Banques centrales et de structures de financement des agents non financiers (la zone euro reste une économie d'endettement bancaire alors que les marchés financiers jouent le rôle primordial aux États-Unis), les canaux de transmission de la politique monétaire ne jouent pas de la même façon ici et là. En particulier, le canal de l'effet richesse joue beaucoup moins en Europe, si bien que les augmentations des prix des actifs spéculatifs que peuvent permettre théoriquement les injections de liquidités par la Banque centrale ne se traduisent pas par une augmentation sensible de la demande finale. Cette argumentation relativise beaucoup les thèses de ceux qui voudraient voir la BCE prendre les mêmes mesures de QE que celles prises par la FED et qui font donc de la levée du veto allemand la condition sine qua non de la sortie de crise de la zone euro (voir par exemple l'entretien donné au journal Le Monde le 14 novembre par Kevin O'Rourke). De surcroît, la rechute actuelle de l'économie japonaise interroge l'efficacité des « Abeconomics » et en particulier celle des achats massifs de titres publics réalisés par la BoJ.*

Le 7, le journal Le Monde révèle avec de nombreux autres média étrangers des accords secrets entre le Luxembourg et 340 multinationales pour fuir le fisc du pays où elles sont implantées, en pratiquant des « tax rulings », ce que défend le ministre des finances luxembourgeois au titre d'un véritable « patrimoine » national ! Le tax ruling est bien décrit dans Le Monde du 7 novembre (Économie & entreprise, p. 3). On commence vite à parler de « LuxLeaks ». *Pas surprenant que le Président de la nouvelle commission européenne se sente mal à l'aise quand on se souvient qu'il a été de longues années durant ministre des finances et premier ministre du Luxembourg. Nous avons déjà exprimé plus haut notre étonnement quand J.-C. Juncker est devenu le Président de l'Eurogroupe. Ce n'est donc pas la première fois qu'il apparaît être à contre-emploi, dont il semble être un spécialiste puisqu'il a proposé lui-même comme commissaires des personnes elles-mêmes à contre-emploi... Notons que l'agence Bloomberg, les eurodéputés de la gauche radicale et les europhobes demanderont lors des jours suivants la démission de M. Juncker. Il faudra attendre le 12 pour que le Président de la « Commission de la dernière chance » comme il l'appelle lui-même se défende devant les journalistes puis devant le Parlement européen en reconnaissant sa responsabilité politique mais en réfutant qu'il ait été l'architecte du système des « tax rulings » utilisé à grande échelle par le Luxembourg, et en réaffirmant sa détermination à lutter contre l'évasion fiscale. Le Luxembourg connaît alors une crise politique et promet une loi pour encadrer*

les relations entre le fisc et les firmes multinationales. Remarquons enfin que les avantages fiscaux accordés par la Luxembourg ont surtout bénéficié à des multinationales américaines, ce qui a eu pour effet de nuire aux entreprises européennes et d'être à par conséquent à l'origine d'une concurrence déloyale.

Les 15 et 16, réunion en Australie du G20 (90% de l'économie mondiale) pour essentiellement traiter du soutien de la croissance mondiale, au travers d'investissements en infrastructures et de libéralisation des marchés, avec le lancement de « l'initiative mondiale pour les infrastructures », mais aussi conforter les progrès déjà réalisés en matière de fiscalité et de régulation financière. Les États-Unis s'inquiètent de la situation économique de l'Europe et craignent que pour elle la décennie soit perdue. Une avancée importante est faite sur la question du climat puisqu'est décidée une action « résolue et effective ». Mais le sommet se déroule dans un contexte géostratégique très perturbé par la crise ukrainienne (le rouble vient de perdre 26% de sa valeur face à l'euro en un mois). *Le lancement de « l'initiative mondiale pour les infrastructures » répond à la baisse sensible des flux d'investissements physiques au niveau planétaire, tout particulièrement dans les économies matures. Seulement, la situation générale des finances publiques oblige à compter essentiellement sur les financements de marché : la Banque mondiale avait déjà lancé en octobre son programme « le mécanisme mondial de financement des infrastructures » en partenariat avec les grandes banques mondiales d'investissement et d'importants investisseurs institutionnels. En Europe, le « plan Juncker » s'inscrit complètement dans ces mêmes préoccupations.*

Le 21, lors d'un congrès bancaire à Francfort, le Président de la BCE a assuré que son institution est prête, pour que le taux d'inflation se rapproche de la norme fixée de 2%, à étendre ses achats d'actifs si cela s'avère nécessaire, en en modifiant « la taille, le rythme et la composition ».

Le 25, le Pape François intervient devant le Parlement européen puis devant le Conseil de l'Europe où il pose les questions : « À l'Europe, nous pouvons demander : où est ta vigueur ? Où est cette tension vers un idéal qui a animé ton histoire et l'a rendue grande ? Où est ton esprit d'entreprise et de curiosité ? Où est ta soif de vérité ? ». Sur les deux discours, voir Le Monde du 27 novembre, p. 19.

Le 24, en réponse aux critiques plus ou moins feutrées venant de Berlin sur la politique économique et financière menée en France, le ministre des finances M. Sapin considère que la procédure ne doit pas l'emporter sur le fond, que la relance de l'activité est la priorité et que la question budgétaire n'est qu'un moyen.

Le 26, dans le but de « remettre l'Europe au travail », J.-C. Juncker présente son plan de relance de l'investissement en Europe (http://ec.europa.eu/priorities/jobs-growth-investment/plan/docs/an-investment-plan-for-europe_com_2014_903_fr.pdf), d'un montant de 315 milliards € sur 3 ans (2015-2017). Ce plan vise essentiellement le financement d'infrastructures dans les secteurs du numérique, de l'énergie et des transports, avec la création du Fonds européen pour les investissements stratégiques (FEIS). Ce nouveau fonds doit être placé sous l'autorité de la Commission et de la BEI. Il aurait un capital de 21 milliards (16 apportés par le budget de l'UE et 5 par la BCE) et chaque euro public est censé générer 15 euros privés. Mais quid de la sélection des projets à financer ? En tous les cas, c'est une heureuse initiative qui remet en scène l'Europe des grands projets et renouvelle les modalités d'action des politiques européennes.

Ce projet sera examiné par les dirigeants européens lors du sommet des 18 et 19 décembre.

Le 27, officialisation à Bercy du rapport sur « les réformes, l'investissement et la croissance pour la France, l'Allemagne et l'Europe », établi par le couple d'économistes franco-allemand Pisani-Ferry et Enderlein : <http://www.economie.gouv.fr/files/files/PDF/synthese-rapport-pisani-enderlein.pdf>.

La conclusion tient en 7 propositions :

« Nous proposons :

1. Des réformes en France et en Allemagne. Les réformes ne sont pas les mêmes car les deux pays ne sont pas confrontés aux mêmes défis. En France, les incertitudes à court terme réduisent la confiance à long terme, mais les perspectives à plus long terme semblent meilleures. En Allemagne, les incertitudes à long terme réduisent la confiance à court terme, mais la situation à court terme semble relativement bonne. En France, nous craignons un manque d'audace pour des réformes décisives. En Allemagne, nous craignons un risque de contentement excessif.

2. Des packs de réformes. Nos propositions de réformes ciblent les domaines prioritaires dans chaque pays. Nous proposons de grouper les actions servant le même objectif en « packs » et de nous concentrer sur un petit nombre de tels « packs de réformes ». En France, ils concernent (i) la transition vers un nouveau modèle de croissance, basé sur un système combinant plus de

flexibilité avec de la sécurité pour les employés («flexisécurité») et une réforme du système juridique, (ii) une base plus large pour la compétitivité et (iii) la construction d'un Etat moins lourd et plus efficace. En Allemagne, ils concernent (i) les défis démographiques, notamment en préparant la société allemande à une immigration supérieure et en augmentant la participation des femmes sur le marché du travail, (ii) la transition vers un modèle de croissance plus inclusif, fondée sur l'amélioration de la demande et un meilleur équilibre entre épargne et investissement. Ces réformes ne visent pas à plaire au voisin respectif, mais à créer de meilleures conditions pour l'emploi, la croissance à long terme et le bien-être dans chaque pays ainsi qu'en Europe.

3. Une initiative réglementaire européenne. L'investissement privé est un jugement sur l'avenir. L'investissement nécessite la confiance. Dans de nombreux secteurs, l'intervention publique joue un rôle majeur dans la formation des anticipations à long terme. Dans l'énergie, les transports et le secteur du numérique, pour ne citer qu'eux, les régulateurs doivent bien choisir les règles et paramètres et en assurer la prévisibilité. Les investisseurs ont besoin d'être assurés que l'Europe s'engage à accélérer sa transition vers une économie numérique et peu consommatrice en carbone. Lever les incertitudes concernant le prix futur du carbone ou le futur régime de protection des données est une responsabilité majeure des pouvoirs publics. Cela pourrait contribuer de manière significative à accroître les investissements en Europe.

4. Investissements. Le déficit d'investissement clairement identifié en Allemagne est largement privé mais aussi public. Là encore, la visibilité réglementaire et la simplification du cadre juridique concernant le règlement des différends ont un rôle majeur à jouer pour débloquer l'investissement. Mais nous estimons également que l'Allemagne s'est dotée d'un cadre de budgétaire incomplet qui attribue à juste titre un statut constitutionnel au maintien de l'endettement sous contrôle, mais néglige la promotion des investissements dans l'espace budgétaire existant. Les actifs allemands ne sont pas suffisamment renouvelés. Léguer une maison usée aux générations futures n'est pas une façon responsable de gérer son patrimoine. Nous pensons que le gouvernement allemand peut et doit augmenter les investissements publics. La France, en comparaison d'autres pays européens, ne souffre pas d'un retard majeur d'investissement. L'investissement non résidentiel des entreprises est ainsi resté relativement élevé. L'allocation des efforts d'investissement pourrait en revanche être améliorée.

5. Stimuler l'investissement privé et public au niveau européen. Nous pensons que le manque de financement n'est pas l'obstacle principal à l'investissement européen, mais nous considérons que de nouvelles ressources européennes sont nécessaires aujourd'hui : dans un contexte où les autorités demandent aux banques de prendre moins de risques, il est de leur responsabilité d'éviter une aversion au risque généralisée du secteur financier. En s'appuyant sur notre initiative réglementaire, nous proposons d'injecter des fonds publics européens dans le développement d'instruments de partage du risque et d'outils de soutien à l'investissement en capital. L'investissement public a également fortement diminué depuis 2007. Nous proposons de créer un fonds européen de dons pour soutenir des investissements publics dans la zone euro qui répondraient à des objectifs communs, renforceraient la solidarité et contribueraient à promouvoir l'excellence.

6. Secteurs sans frontières. La France et l'Allemagne devraient promouvoir une intégration plus poussée dans certains secteurs d'importance stratégique où les frontières réglementaires limitent considérablement les activités économiques. La construction de « secteurs sans frontières », avec d'autres partenaires, suppose beaucoup plus qu'un simple accord sur la coordination et des initiatives conjointes : il implique d'aller jusqu'à une législation commune, une réglementation commune et même une autorité de contrôle commune. Nous pensons que l'énergie et l'économie numérique font partie de ces secteurs ; nous proposons également une initiative similaire pour assurer la pleine transférabilité des compétences, des droits sociaux et des prestations sociales.

7. Redécouvrir notre modèle social commun. L'Europe est bien plus qu'un marché, une monnaie ou un budget. Elle a été construite autour d'un ensemble de valeurs partagées. Il est temps pour la France et l'Allemagne de s'unir pour redécouvrir et réinventer le modèle social du cœur de l'Europe, en commençant par des initiatives concrètes sur le salaire minimum, les politiques de l'emploi, de retraite et d'éducation. Dans ces domaines, la convergence sur la base d'une action efficace commune est nécessaire pour transformer l'espace franco-allemand en une véritable union basée sur l'intégration économique et sur des valeurs sociales communes.

Nos derniers mots sont simples : la France et l'Allemagne passent beaucoup de temps à des déclarations communes et des initiatives conjointes. Ce qui nous manque, ce sont les actes ».

Le 28, la Commission européenne rend son avis sur les projets de budget pour 2015 des États membres. Elle accepte les réponses données par les pays qui avaient été rappelés à l'ordre (France, Italie, Belgique, Autriche, Malte et Slovaquie) en admettant qu'il n'y a « aucun cas de manquement grave » aux règles du pacte de stabilité et de croissance. En ce qui concerne la France, la Commission a donc considéré que les 3,6 milliards d'euros de ressources supplémentaires permettaient de réduire son déficit structurel du minimum requis. Il n'empêche que la Commission, tout en répétant que des réformes structurelles s'imposent, évaluera à nouveau en mars 2015 la situation économique et financière de ces pays, pour voir

en particulier si les données d'exécution du budget 2014 la place sur une bonne trajectoire pour 2015 et si, par conséquent ils peuvent éviter les phases possibles suivantes, celle des recommandations et celle des sanctions. Ils disposent donc concrètement d'un délai supplémentaire de 3 mois.

En cette fin du mois de novembre, trois faits sont à souligner : l'effondrement du cours du pétrole avec une baisse de 30 à 35% par rapport au plus haut de l'année, d'où un choc important de désinflation qui se conjugue avec une persistance des facteurs déflationnistes, la réalisation de fait dispositif des eurobonds dans la mesure où les taux de rendement des emprunts publics des différents pays de la zone euro sont maintenant relativement proches les uns des autres, et la baisse du taux de change de l'euro entamée dès le début mai : 1,2452 \$ le 28 novembre, après avoir coté 1,2455 le 7, 1,2525 le 14 et 1,2391 le 21.

- Décembre 2014 ->

Le jeudi 4, la BCE change de locaux en investissant son nouveau siège construit depuis une dizaine d'années au bord du Main (toujours à Francfort, mais un peu à l'extérieur, à l'Est de la ville). La BCE garde les anciens locaux pour abriter l'instance de supervision.

Malgré des prévisions pour 2015 révisées à la baisse pour la zone euro, à la fois pour la croissance (passant de 1,6% à 1%) et pour l'inflation (de 0,9% à 0,5%), aucune nouvelle mesure n'est annoncée et les taux directeurs sont bien sûr maintenus. Mais des changements prochains sont probables : la réunion du Conseil des gouverneurs a discuté des différentes modalités possibles de QE, en fixant pour objectif d'expansion du bilan de la BCE 1000 milliards €.

Lundi 8, réunion de l'Eurogroupe qui discute et avalise le point de vue de la Commission sur les projets de budgets pour 2015 : en particulier pour la France, il estime que « des mesures additionnelles seront nécessaires pour montrer une amélioration de l'effort structurel ». Par ailleurs, 2 mois de plus sont accordés à la Grèce et à la Troïka pour qu'ils parviennent à un accord sur le budget 2015, ce qui permettra le versement de 1,8 milliard € pour boucler le plan d'aide des Européens à la Grèce.

Le jeudi 11, le deuxième LTRO de la BCE a un succès très mitigé : alors que les banques auraient pu emprunter jusqu'à 400 milliards d'euros, elles en demandent moins de 83 milliards. Certes, les banques ont maintenant moins besoin de liquidités que de fonds propres mais l'explication principale reste la faiblesse de la demande de crédits des agents non financiers.

Le vendredi 12, l'agence Fitch (dont l'actionnaire M. Ladreit de Lacharrière annonce son retrait progressif du capital au profit de son co-actionnaire Hearst) dégrade la France d'un cran de AA+ à AA. Cela n'empêche la France de bénéficier d'un taux d'emprunt à 10 ans exceptionnellement bas à 0,895% (l'Allemagne en est à 0,628%).

Tout au long de cette semaine qui se termine, les Bourses mondiales ont connu de très fortes baisses (-7,03% pour le CAC, -4,88% pour le DAX30 et -6,56% pour le Footsie, -3,52% pour le S&P500 et -2,66% pour le Nasdaq), à cause essentiellement de l'effondrement du prix du pétrole et des inquiétudes que suscitent la situation économique de la Russie, les incertitudes sur la croissance, en particulier en Europe et au Japon et sur le retour d'un risque majeur concernant la dette publique grecque en liaison avec le risque politique.

Le mercredi 17, après la réunion de son Comité de politique monétaire, la Fed déclare qu'elle sera « patiente » avant de remonter ses taux directeurs, en tous les cas jusqu'en avril 2015. Il faut en effet ne pas augmenter l'inquiétude des investisseurs déjà bien perturbés par l'évolution du prix du pétrole, par la situation économique et financière et de l'Ukraine et de la Russie, par le ralentissement des pays émergents et par la conjoncture en Europe et au Japon. Et il est de fait que les indices boursiers mondiaux vont rebondir dans les jours qui suivront cette prise de position de la Fed...

Le jeudi 18, réunion du Conseil européen qui approuve le Plan Juncker et demande que la BEI finance les projets déjà « murs » sans attendre que soient fixées les modalités de fonctionnement du fonds qui doit être constitué. Le Conseil accepte la proposition de J.-C. Juncker sur une flexibilisation du Pacte de stabilité et de croissance : on ne pourra pas reprocher aux États de dépasser la norme de 3% du PIB pour leur déficit public si cela est dû à leur contribution éventuelle au fonds.

Comme il a déjà été dit, le « Plan Juncker » concerne les infrastructures. Plus précisément, à concurrence de 29% celles des transports et également de 29% celles de l'énergie, conformément aux politiques de l'UE, de 18% celles de l'économie de la connaissance, de l'innovation et de l'économie numérique, de

15% celles des équipements sociaux (hôpitaux, écoles, ...), et de 9% celles de l'environnement.

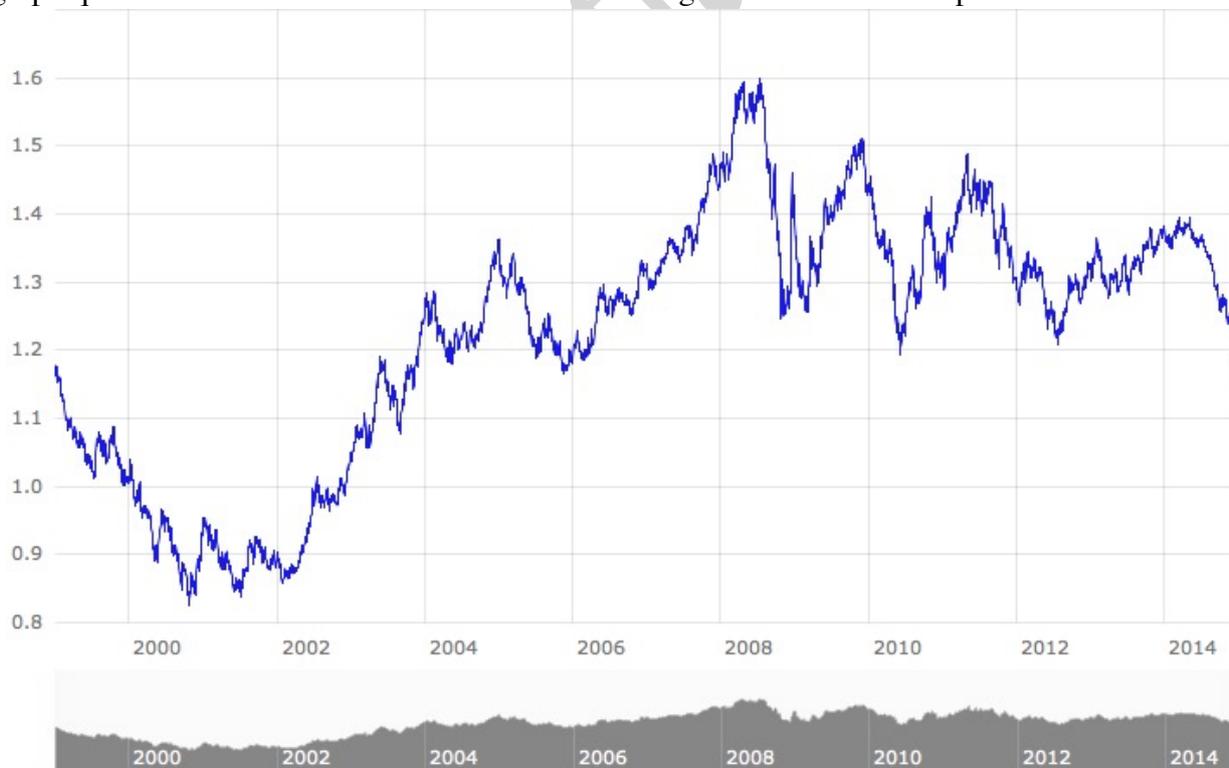
Le mardi 23, l'INSEE publie une note sur la conjoncture économique française. Certes, il y a un sursaut de l'activité macroéconomique - l'économie française a connu au 3^{ème} trimestre 2014, grâce à la baisse du prix du pétrole, à la dépréciation de l'euro et à une certaine reprise des échanges mondiaux, une croissance de 0,3% après une stagnation au 1^{er} et une décroissance de 0,1% au 2^{ème} - mais non seulement le taux de chômage continue à croître (10,4% et peut-être 10,6% dans quelques mois) mais il croît plus vite en cette fin d'année qu'au début, le chômage de longue durée et celui des seniors explosent, la précarité augmente gravement, et la dette publique poursuit sa progression au point qu'elle pourrait atteindre les 100% en 2015. Le déficit public devrait être cette année de 4,4% et ne pourrait être ramené qu'à 4,1% en 2015 !

La cotation de l'euro par rapport au dollar est de 1,28 le vendredi 26 après avoir été de 1,2284 le 5, de 1,2462 le 12 et de 1,2229 le 19.

En cette fin d'année 2014, pour caractériser la situation économique de la zone euro, on est très partagé entre un optimisme que suscitent plusieurs facteurs exogènes (baisse du prix du pétrole, appréciation du dollar - et donc baisse de l'euro -, dynamisme de l'économie américaine, taux d'intérêt exceptionnellement bas) et quelques facteurs internes (reprise en Irlande et en Espagne, plan Juncker), et un défaitisme présent depuis le début de la crise (crise de l'endettement, privé d'abord puis public), nourri maintenant par la persistance désespérante d'un chômage de masse, par le risque de déflation (en décembre, l'inflation est même devenue négative dans la zone euro ; - 0,2%), par l'effet dépressif de la consolidation budgétaire (l'activité dans la zone euro a connu le même rythme de croissance très modéré au 4^{ème} trimestre qu'au 3^{ème} ; +0,2% ; soit 0,8% sur l'année 2014) et par le risque de sortie de la Grèce de la zone euro que l'on n'hésite pas à brandir à l'approche des élections législatives de fin janvier ; et dont l'éventualité ne fait plus horreur !

L'année 2015 prolongera ce qui a déjà marqué l'année 2014 : une remise en cause des politiques économiques traditionnelles, avec la mise en place de nouveaux « mix » entre politique conjoncturelle et politique structurelle et entre politique budgétaire et politique monétaire, et avec la fixation de nouveaux objectifs de croissance économique qui intègrent la transition écologique et le souci du « social et du solidaire ».

Le graphique suivant montre l'évolution du taux de change de l'euro/dollar depuis sa naissance :



Source : BCE

En 2014, la France est passée de la 5^{ème} à la 6^{ème} place dans le Top 10 des pays du monde selon leur PIB :

Rang	Pays	PIB	PIB	Évolution (%)
------	------	-----	-----	---------------

		2015 (Mds \$)	2014 (Mds \$)	
1	Etats-Unis	18 287	17 416	+5%
2	Chine	11 285	10 355	+9%
3	Japon	4 882	4 770	+2,4%
4	Allemagne	3 909	3 820	+2,3%
5	Royaume-Uni	3 003	2 848	+5,5%
6	France	2 935	2 902	+1,1%
7	Brésil	2 357	2 244	+5%
8	Inde	2 248	2 048	+9,8%
9	Italie	2 153	2 129	+1,1%
10	Russie	2 099	2 057	+2%

(Source : FMI)

Voici le classement en 2014 des 20 premiers pays selon l'IDH (Indice de développement humain) :

Rang	Pays	IDH	Espérance de vie à la naissance (années)	Durée moyenne de scolarisation (années)	Durée attendue de scolarisation (années)	RNB par habitant (PPA \$ 2011)
1	Norvège	0,944	81,5	12,6	17,6	63 909
2	Australie	0,933	82,5	12,8	19,9	41 524
3	Suisse	0,917	82,6	12,2	15,7	53 762
4	Pays-Bas	0,915	81	11,9	17,9	42 397
5	États-Unis	0,914	78,9	12,9	16,5	52 308
6	Allemagne	0,911	80,7	12,9	16,3	43 049
7	Nouvelle-Zélande	0,91	81,1	12,5	19,4	32 569
8	Canada	0,902	81,5	12,3	15,9	41 887
9	Singapour	0,901	82,3	10,2	15,4	72 371
10	Danemark	0,9	79,4	12,1	16,9	42 880
11	Irlande	0,899	80,7	11,6	18,6	33 414
12	Suède	0,898	81,8	11,7	15,8	43 201
13	Islande	0,895	82,1	10,4	18,7	35 116
14	Royaume-Uni	0,892	80,5	12,3	16,2	35 002
15e ex aequo	Hong Kong	0,891	83,4	10	15,6	52 383
15e ex aequo	Corée du Sud	0,891	81,5	11,8	17	30 345
17	Japon	0,89	83,6	11,5	15,3	36 747
18	Liechtenstein	0,889	79,9	10,3	15,1	87 085
19	Israël	0,888	81,8	12,5	15,7	29 966
20	France	0,884	81,8	11,1	16	36 629

(Source : PNUD)