

LA ZONE EURO

HISTORIQUE DE L'EURO (9)

L'année 2016

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 2016**->

Le 1^{er} janvier, mise en application de la règle dite du « bail in », autrement dit du renflouement interne (des banques), envisagée dès décembre 2013. Ce sont donc les actionnaires et les créanciers qui doivent être sollicités pour participer au sauvetage des banques en difficulté. Rappelons que pour les épargnants les dépôts sont garantis à hauteur de 100 000 euros pour chaque bancaire.

Le lundi 4, les Bourses chinoises de Shanghai et de Shenzhen suspendent leurs cotations parce qu'il y a une trop forte baisse des cours, qui s'explique elle-même par les craintes que fait naître la réduction du niveau d'activité, la difficulté de passer d'une croissance fondée sur les exportations et l'investissement industriel à une croissance fondée sur les services et sur la consommation intérieure, la dépréciation du yuan et le niveau de l'endettement. Ces Bourses seront à nouveau fermées le jeudi 7. Et les autres Bourses deviennent à leur tour très nerveuses : sur la semaine, le CAC 40 baissera de 6,54%, le DAX 30 de 8,32%, le FTSE de 5,28%, le Dow Jones de 6,19% et le Nasdaq de 7,26%.

Le lundi 11 : la semaine commence à nouveau sur de fortes baisses de Bourses chinoises. Le taux de croissance chinoise a été en 2015 de 6,0%, le plus bas depuis 25 ans.

Le mardi 12, 200 personnalités avec plus de 80 Banques centrales représentées sont réunies à la Banque de France lors d'un colloque à l'occasion du départ de Christian Noyer. Le nouveau gouverneur, François Villeroy de Galhau, fait un discours de bienvenue qui donne le ton puisqu'il l'intitule : « taux d'intérêt ultra-bas et défis pour les banques centrales » (https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/La_Banque_de_France/img/Symposium-2016/1-Allocution-FVG/Symposium-FR-allocution-ouverture-villeroy-de-galhau-20160112.pdf).

Il souligne deux énigmes, celle d'une inflation qui reste faible, d'où des taux réels proches de 0% et celle de savoir si ce taux d'intérêt neutre résulte de facteurs conjoncturels ou structurels, et énonce quatre défis : 1) si les facteurs en jeu sont mondiaux, que peuvent faire les politiques domestiques ? 2) Que doivent être la cible d'inflation et son horizon ? 3) Quelle peut être l'efficacité des mesures monétaires non conventionnelles ? 4) Comment traiter le risque d'une sortie mal gérée de la limite à zéro des taux et l'instabilité financière ?

Le vendredi 15, nouvelles fortes baisses des Bourses mondiales (en 15 jours, les Bourses de Chine ont baissé de 20% et le CAC 40 de 9,2%), pendant que le prix du dollar a baissé de plus de 15% en passant sous le seuil des 30 \$. Autrement dit, l'économie mondiale est actuellement confrontée à la fois à un krach boursier et à contre-choc pétrolier. En plus, et pour reprendre notre image précédente, comme la « jambe monétaire » s'épuise à compenser le manque de « jambe budgétaire » à coups d'injections de liquidités, elle alimente le risque de bulles financières et krach obligataire. Soulignons à ce propos que le 18 février Agnès Bénassy-Quéré, Xavier Ragot et Guntram Wolff feront paraître au Conseil d'analyse économique une note (n°29/2016) intitulée « Quelle union budgétaire pour la zone euro ? » (<http://www.cae-eco.fr/IMG/pdf/cae-note029.pdf>). Le Monde du 19 février consacre un article important à cette étude. A. Bénassy-Quéré a ainsi l'occasion de dire nettement que « nous avons construit une union monétaire incomplète, sans volet budgétaire : sur le long terme une telle architecture n'est pas viable ». Et l'auteur de l'article, Marie Charrel, ajoute : « Si le constat fait consensus parmi les économistes et les politologues, les solutions pour y remédier divisent. Les plus utopistes des europhiles militent pour un fédéralisme à l'américaine avec un véritable budget commun ; les plus prudents jugent qu'une discipline budgétaire renforcée pourrait suffire ». La note du CAE recherche un voie moyenne entre ces deux options qu'elle considère l'une et l'autre comme non satisfaisantes et elle se termine par une proposition : « La crise a montré qu'une monnaie commune sans politique budgétaire commune n'était pas viable. Néanmoins, transformer la zone euro en entité fédérale prendra du temps, si tant est que le projet aboutisse. En attendant, il est urgent de renforcer le MES, d'étendre ses missions et de corriger la

tendance des politiques budgétaires nationales à accentuer le cycle plutôt que de l'atténuer, dans les périodes favorables comme défavorables ».

Selon Patrick Artus et Marie-Maule Virard, on est en crise financière permanente à cause de « la folie des banques centrales », titre de leur ouvrage qui vient de paraître chez Fayard. Ils estiment la base monétaire mondiale à 20 000 milliards de dollars. Les taux bas sont la cause du « poison mortel de l'endettement sans inflation » et « quand tous les investisseurs achètent des actifs financiers risqués sans les primes associées, quelle que soit l'évolution de l'économie, c'est comme s'ils couraient directement, et collectivement, vers la falaise ».

Le lundi 18 arrivent en Grèce les experts de l'ex-troïka, le quartet formé de la CE, de la BCE, du MES et du FMI, pour la 1^{ère} « revue » du plan d'aide accordé fin août, qui doit déterminer si les réformes promises sont réalisées, ce dont dépend principalement la renégociation de la dette grecque. Sur la totalité de l'aide de 86 milliards d'euros ont été versés pour l'instant à peine 20 milliards et la Grèce va devoir assurer des remboursements d'ici la fin du 1^{er} trimestre... La réforme des retraites reste le point noir : plusieurs manifestations et mouvements de grève ont lieu contre le projet gouvernemental.

Le mercredi 20, nouvelle phase de chute des Bourses mondiales. Le krach en cours fait penser à Georges Soros que l'on est dans une situation proche de celle de 2008. Sauf que la crise qui pourrait éclater serait avant tout une crise de marché et non une crise bancaire. Ce qui est très inquiétant, c'est, d'une part, le fait que les taux ultra-bas conduisent les investisseurs à se tourner vers les placements qui rémunèrent un tant soit peu et qui sont particulièrement risqués, et, d'autre part, la nouvelle réglementation prudentielle Bâle III ne permettrait plus aux banques, en cas de difficultés, de jouer utilement un rôle de teneurs de marché.

Le jeudi 21, la BCE ne modifie pas ses taux directeurs ni ses mesures non conventionnelles. Mais, face aux difficultés et incertitudes financières actuelles et à une inflation toujours faible, il se dit prêt, lors de la prochaine réunion en mars, à reconsidérer la politique monétaire et à envisager toutes les options stratégiques possibles, et affirme que pour la BCE il n'y a pas de limite à l'utilisation des instruments dont elle dispose. Cette déclaration s'est immédiatement traduite par une remontée des cours boursiers.

Le taux de change euro/dollar est en fin de mois, le vendredi 29, de 1,0827 après avoir été de 1,0858 le 1^{er}, de 1,0919 le 8, 1,0914 le 15 et de 1,0793 le 22.

• Février 2016 ->

La première quinzaine de ce mois de février est essentiellement marquée par un affolement des marchés financiers, en particulier sur les valeurs bancaires, qui rappelle même à certains ce qui s'est passé en 2007-2008. Les Bourses perdent 10 à 15% depuis le début de l'année, l'indice des banques européennes est en chute de 28% et le CAC est passé sous les 3900 points le 11. De même que la crise des subprimes fut une conséquence de l'éclatement de la bulle Internet, que la crise des dettes publiques et les politiques d'apports massifs de liquidités par les Banques centrales ont été des conséquences de la crise des subprimes, la crise actuelle est une conséquence de ces politiques monétaires de Banques centrales (avec bien sûr les mesures non conventionnelles mais aussi et d'abord avec leurs taux directeurs exceptionnellement très bas) : il y a ainsi un enchaînement des crises bancaires et financières. Et tout cela dans un contexte de risque déflationniste, de croissance ralentie (le jeudi 18, l'OCDE révisera à la baisse ses prévisions de croissance pour l'économie mondiale et pōnera des politiques concertées de relance par la demande) et de marges de manœuvre très faibles pour les Banques centrales et pour les États en cas de crise ouverte. Il faut espérer que la crise boursière actuelle n'ait pas d'incidence sur l'économie réelle, spécialement au sein de la zone euro dont la situation économique a tendance actuellement à s'améliorer.

Au cours de cette première quinzaine, le 11 exactement, Le Monde publie un appel lancé essentiellement par des « Économistes attérés », intitulé « **Pour sortir de l'impasse économique** », et qui sera signé le 21 mai par d'autres économistes, également réputés et d'horizons divers. Cet appel fait une forte critique de l'économie libérale appliquée spécialement en Europe. Ils constatent en particulier que « Les partisans du libéralisme économique plaident pour réduire plus drastiquement encore la dépense publique, démanteler le droit du travail, remettre en cause la pourtant si indispensable réduction du temps de travail

et diminuer le coût du travail par la compression des salaires et des prestations sociales. Cette thérapie de choc a été appliquée en Europe du Sud (Espagne, Grèce, Portugal ...). Elle y a entraîné un effondrement de l'activité, une explosion du chômage et de la pauvreté ». Et que « La dette publique elle-même s'est fortement accrue, la réduction du produit intérieur brut (PIB) entraînant spontanément une contraction des recettes et une hausse du rapport dette sur PIB. Les pays européens sont ainsi engagés dans une course mortifère à la compétitivité par l'austérité dont l'objectif se résume à prendre des parts de marché et des emplois aux pays voisins ». Alors, pour ces plusieurs dizaines d'économistes, « Il est temps d'abandonner cette politique qui conduit à l'enlisement sans fin dans la crise. Pour répondre à l'urgence économique et sociale, redonner espoir aux classes populaires, nous proposons à nos concitoyens, aux mouvements associatifs, syndicaux et politiques d'ouvrir un débat sur la mise en oeuvre d'un plan de sortie de crise autour de trois volets » : un nouveau pacte productif à la fois écologique et social, un programme de soutien à l'activité et à l'emploi (« nous proposons un programme de soutien de 40 milliards d'euros par an, financé pour une part par le redéploiement de sommes consacrées au pacte de responsabilité, dont l'échec en matière d'emploi et d'investissement est patent, pour une autre part par un recours à l'endettement, à l'instar de ce que n'ont pas hésité à faire les États-Unis »), les règles européennes ne permettent pas ces politiques de relance (« il est temps de remettre en cause ces règles néolibérales qui font que l'Union est devenue le grand malade de l'économie mondiale. L'excédent commercial de la zone euro s'élève à 3 % de son PIB, ce qui témoigne d'une demande interne clairement insuffisante. Cela justifie une hausse des salaires et des prestations sociales, en particulier de l'ordre de 10 % pour les bas revenus. Cette hausse devrait être plus importante dans les pays qui accumulent des excédents commerciaux excessifs - 8 % du PIB en Allemagne, deux fois plus qu'en Chine. L'introduction de l'euro dans des économies hétérogènes et sans mécanismes correcteurs a conduit à des déséquilibres majeurs. L'euro est de facto sous-évalué pour l'Allemagne, surévalué pour les pays d'Europe du Sud dont la France. Les règles néolibérales actuelles demandent à ces derniers de regagner en compétitivité par la déflation interne (baisse des salaires et des dépenses publiques), ce qui alimente leur récession, et partant limite leurs investissements et donc leurs possibilités de redressement. C'est l'inverse qu'il convient à présent de promouvoir »). D'où la conclusion : « La France meurtrie a besoin d'un nouvel horizon. La sortie du sombre tunnel politique dans lequel elle est engagée ne passe pas uniquement par l'économie. Mais elle restera hors de portée si l'on s'acharne à poursuivre des politiques néolibérales qui creusent les inégalités, alimentent le désastre social. Il est temps de mettre en oeuvre une politique économique alternative ».

Tous nos commentaires faits dans le présent document font évidemment comprendre que nous adhérons sans réserve à cet appel.

Et profitons de cette mise en cause radicale de la politique économique néolibérale qui domine actuellement, d'ailleurs non seulement dans l'UE mais aussi dans la majeure partie de l'économie mondiale, pour signaler une étude qui sera publiée en mai par 3 économistes de la section recherche du FMI (!) qui rejoint en de nombreux points la critique de la presque centaine d'économistes français qui ont signé l'appel. Cette étude, intitulée « le néolibéralisme est-il surfait » (« Neoliberalism : Oversold ? »), est parue dans « Finances et Développement » et elle est signée par J. Ostry, P. Loungani et D. Furceri (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2016/06/pdf/ostry.pdf>). Ces auteurs remettent en cause deux piliers de la politique dominante actuelle : la libre circulation des capitaux, reconnue comme la cause essentielle de la multiplication des crises financières, et la réduction des déficits, qui, loin d'avoir été, comme annoncé, facteur de confiance et de croissance, a entraîné stagnation et même récession, avec l'augmentation de la charge de la dette, d'où une spirale déflationniste à cause de la nécessité de faire de l'austérité pour réduire les déficits.

Le mardi 9, lancement par Yanis Varoufakis et Srecko Horvat, au Volksbühne Theater de Berlin, du DiEM25, mouvement pan-européen des démocrates au-delà des frontières politiques habituelles dont l'objectif est de développer la démocratie européenne pour empêcher la désintégration de l'Europe. Voir le manifeste à l'adresse : https://diem25.org/wp-content/uploads/2016/02/diem25_french_long.pdf.

On y lit en particulier :

« L'une après l'autre, les économies de la zone euro sont précipitées dans l'abîme de l'austérité compétitive. Les résultats sont clairs: récession permanente dans les pays faibles, investissement anémique dans ceux du noyau dur, inégalité sans précédent et désenchantement général partout. Simultanément, les États membres de l'Union européenne mais pas de la zone euro sont

exaspérés. Ils cherchent partenaires et inspiration sous d'autres cieux, où ils ne trouveront, très probablement, que des accords de libre-échange opaques et coercitifs qui mineront leur souveraineté.

Cette « Europe » inefficace, autoritaire, illégitime et antidémocratique se fragmente. Les Européens sont déchirés entre les deux termes d'un faux choix :

- se replier dans le cocon de leur État-nation
- ou capituler et se rendre à la zone hors-démocratie de Bruxelles.

Mais dans les deux cas – retour à l'État-nation ou adhésion totale à l'Union européenne existante –, les conséquences seront effroyables pour l'Europe, pour les Européens et pour les pro-Européens.

Il faut un autre cap. Et il y en a un.

C'est celui auquel l'« Europe » officielle résiste des quatre fers, de toutes les forces de sa mentalité et de ses pratiques de cartel. C'est l'antidote à l'autoritarisme qui ronge l'Union européenne et ses institutions : l'irruption de la démocratie ».

Le vendredi 12, la réunion du Conseil « Écofin » valide les conditions de certaines flexibilités dans l'application du PSC :

« Le Conseil a approuvé une position arrêtée d'un commun accord sur la flexibilité dans le cadre du pacte de stabilité et de croissance, le règlement budgétaire de l'UE.

La position a été arrêtée par le Comité économique et financier (CEF) en novembre 2015 à la lumière d'une communication publiée par la Commission en janvier 2015.

Dans le cadre de la position arrêtée d'un commun accord, une certaine flexibilité peut être envisagée dans des conditions précises sans changer les règles du pacte. Le document précise comment la flexibilité peut s'appliquer :

- aux conditions économiques cycliques ;
- aux réformes structurelles ;
- aux investissements publics visant à, subordonnés à et, sur le plan économique, équivalents à des réformes structurelles majeures.

La flexibilité concédée est sans préjudice de l'obligation faite aux États membres de réduire leur dette publique à un rythme satisfaisant, et contribue ainsi à la viabilité à long terme de leurs finances publiques.

Le pacte de stabilité et de croissance vise à assurer le maintien de la discipline budgétaire dans les États membres. Il fixe respectivement à 3 % et à 60 % du PIB les valeurs de référence pour le déficit budgétaire annuel et l'endettement public.

La position arrêtée d'un commun accord est conçue pour servir de base à une mise à jour du code de conduite sur la mise en œuvre du pacte de stabilité et de croissance ».

Le vendredi 19, fin de la 1^{ère} étape pour éviter le « Brexit » (la 2^{ème} est le referendum britannique) : après deux jours de négociation au Justus Lipsius à Bruxelles, les 28 chefs d'État et de gouvernement de l'UE ont peu avant 22h un projet d'accord final à examiner. L'accord sera officialisé par le Président du Conseil européen Donald Tusk une demi-heure plus tard (http://www.consilium.europa.eu/press-releases-pdf/2016/2/40802209025_en_635915274000000000.pdf).

Dans le communiqué de presse d'Eurostat du 29 février, on trouve les informations essentielles suivantes concernant le taux d'inflation dans la zone euro et ses composantes :

	Poids (%) 2016	Fév 2015	Sep 2015	Oct 2015	Nov 2015	Déc 2015	Jan 2016	Fév 2016
Ensemble de l'IPCH	1000,0	-0,3	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	-0,2e
Ensemble hors :								
> énergie	902,6	0,7	1,0	1,2	1,0	1,0	1,0	0,7e
> énergie, aliments non transformés	828,5	0,7	0,8	1,0	0,9	0,9	1,0	0,8e
> énergie, alimentation, alcool & tabac	707,3	0,7	0,9	1,1	0,9	0,9	1,0	0,7e
Alimentation, boissons alcoolisées & tabac								
	195,3	0,5	1,4	1,6	1,5	1,2	1,0	0,7e
Énergie	97,4	-7,9	-8,9	-8,5	-7,3	-5,8	-5,4	-8,0e
Biens industriels hors énergie	265,5	-0,1	0,3	0,6	0,6	0,5	0,7	0,3e
	441,8	1,2	1,2	1,3	1,2	1,1	1,2	1,0e
Services								

Ces informations font craindre à bon nombre d'économistes un retour du risque déflationniste dans la mesure où le taux d'inflation sous-jacente (c'est-à-dire hors les produits à prix très volatiles comme ceux de l'énergie et de l'alimentaire) est estimé à 0,7%, ce qui le plus bas depuis février 2015. En effet, si cette évolution devait se confirmer, les entreprises pourraient l'incorporer dans leurs anticipations et donc modifier leurs comportements en matière de prix et de salaires (on appelle cela les « effets de second tour ») : ce serait alors des anticipations autoréalisatrices présentant le grand danger d'amener l'économie de la zone euro dans une spirale déflationniste comme celle qui a englué le Japon pendant plusieurs années. En tout cas, ces statistiques confirment un fléchissement de la reprise économique européenne. Les réactions de la BCE sont attendues impatiemment.

Le taux de change euro/dollar est de 1,0931 le 26, après avoir été de 1,1152 le 5, de 1,1254 le 12 et de 1,1126 le 19.

• Mars 2016 ->

Le jeudi 3, 34^{ème} sommet franco-britannique à Amiens, dont le principal sujet est, sur fond de risque de « Brexit », la crise migratoire en général et le problème de Calais en particulier : la Grande-Bretagne va débloquent 22 milliards d'euros pour aider la France à réaliser « les infrastructures prioritaires de sécurité à Calais pour soutenir le travail des forces de l'ordre françaises ».

La crise migratoire devient pour l'Europe bien plus grave que ses difficultés économiques et financières : étant donné le comportement des différents responsables politiques européens, elle devient un facteur de dislocation de l'Europe après avoir été un facteur de disparition dans les faits de l'espace Schengen.

Le mardi 8, publication par la Commission européenne d'un communiqué de presse concernant les déséquilibres macroéconomiques du « paquet d'hiver ». On lit en particulier dans la fiche d'information qui l'accompagne :

« Les principales constatations peuvent être résumées comme suit.

La Bulgarie, la Croatie, la France, l'Italie et le Portugal présentent des déséquilibres excessifs.

La Finlande, l'Allemagne, l'Irlande, les Pays-Bas, l'Espagne, la Suède et la Slovénie présentent des déséquilibres.

L'Autriche et l'Estonie, qui ont fait l'objet de bilans approfondis pour la première fois cette année, ne sont pas considérées comme connaissant des déséquilibres. La Belgique, la Hongrie, la Roumanie et le Royaume-Uni ne présentent pas de déséquilibres selon notre analyse.

Les résultats des bilans approfondis seront pris en considération lors des prochaines étapes du semestre européen. Tous les États membres qui présentent des déséquilibres ou des déséquilibres excessifs (sans faire l'objet d'une procédure concernant les déséquilibres excessifs) seront soumis à un suivi spécifique, adapté au degré et à la nature des déséquilibres. La mise en place d'un dialogue renforcé avec les autorités nationales, de missions et de rapports d'avancement permettra de renforcer la surveillance des mesures politiques prises.

Quel est l'objectif des bilans approfondis ?

Les bilans approfondis évaluent si des déséquilibres ou des déséquilibres excessifs existent dans les États membres visés par le rapport sur le mécanisme d'alerte. Ils examinent certains paramètres de l'économie des États membres tels que la viabilité de l'évolution des comptes extérieurs, l'épargne et l'investissement, le taux de change effectif, les parts de marchés d'exportation, la compétitivité des coûts et hors coûts, la productivité, la dette publique et privée, les prix du logement, les flux de crédit, les systèmes financiers, le chômage et d'autres variables. Les facteurs à l'origine des déséquilibres et les risques qu'ils entraînent diffèrent d'un pays à l'autre. Les bilans approfondis tiennent également compte de la dimension « zone euro » des déséquilibres macroéconomiques et de leurs conséquences possibles sur la zone euro dans son ensemble ».

Jeudi 10, réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE qui prend les décisions suivantes :

1. Le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème est abaissé de 5 points

de base, à 0,00 %, à partir de l'opération devant être réglée le 16 mars 2016. Le principal taux directeur de la BCE est donc maintenant à 0% !

2. Le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal est réduit de 5 points de base, à 0,25 %, avec effet au 16 mars 2016.

3. Le taux d'intérêt de la facilité de dépôt est abaissé de 10 points de base, à -0,40 %, avec effet au 16 mars 2016. Cela semble un niveau maximal dans le négatif !

Autrement dit, sur le front des taux directeurs, donc de la politique monétaire conventionnelle, la BCE ne peut guère en faire davantage. Par conséquent, c'est sur ses seuls instruments non conventionnels qu'elle peut désormais compter.

4. Les achats mensuels au titre du programme d'achats d'actifs seront portés à 80 milliards d'euros à partir d'avril.

5. Des obligations bien notées (investment grade) libellées en euros émises par des sociétés non bancaires établies dans la zone euro seront ajoutées à la liste des actifs éligibles aux achats réguliers.

6. Une nouvelle série de quatre opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II), toutes d'une durée de quatre ans, sera lancée à compter de juin 2016. Les taux d'emprunt lors de ces opérations pourront être aussi bas que le taux d'intérêt de la facilité de dépôt.

Comme l'a dit Mario Draghi, le Président de la BCE dans son intervention qui a suivi la réunion, « cet ensemble a été calibré pour alléger les conditions de financement, stimuler l'offre de nouveaux crédits et, donc, renforcer la dynamique de la reprise en zone euro et accélérer le retour de l'inflation ». Il est vrai que la baisse des trois taux directeurs démontre le souci qu'a la BCE d'inciter encore davantage les banques, si c'est possible, à augmenter leurs crédits à l'économie, mais la nouvelle baisse du taux de dépôt en territoire négatif réduit davantage leur profitabilité. Cependant, c'est de ce même taux négatif que bénéficieront les quatre TLTRO annoncés pour prêter à long terme aux banques qui feront des crédits à l'économie (plus précisément, ces prêts de long terme seront à des taux négatifs progressifs au fur et à mesure que les banques accorderont des crédits importants aux agents non financiers, hors immobilier). Il y a donc d'un côté une taxe qui pénalise les banques qui déposent leurs liquidités à la BCE et d'un autre une subvention accordée aux banques qui prêtent. Enfin, « last but not the least », le montant du QE mensuel passe de 60 à 80 milliards d'euros, avec élargissement supplémentaire considérable de la liste des titres éligibles puisque cette liste est ouverte aux obligations d'entreprises, ce que n'a jamais fait la Fed...

Toutes ces mesures vont alimenter les inquiétudes de ceux qui craignent les conséquences négatives des politiques monétaires très accommodantes des Banques centrales en général et de la BCE plus particulièrement : non seulement l'efficacité de ces mesures par rapport aux objectifs poursuivis est discutée mais surtout où vont aller en définitive les flots de liquidités ainsi déversés ? Certains n'hésitent pas à qualifier à ce sujet les banquiers centraux de pompiers-pyromanes. Notons que l'efficacité de l'apport de liquidités aux banques sur l'économie réelle est tellement contestée que même Mario Draghi a évoqué lors de sa conférence de presse une stratégie originale qu'avait imaginée Milton Firedman dans les années 1960, que l'on appelle « monnaie hélicoptère » ou « QE for people » puisqu'il s'agit pour la Banque centrale de court-circuiter les banques commerciales en procurant directement de sa monnaie aux ménages et aux entreprises. Mais les questions de la mise en œuvre de cette stratégie et de ses effets pervers éventuels restent entières.

Le mercredi 16, après deux jours de réunion, la Fed décide de laisser inchangés ses taux directeurs : les perspectives de l'économie américaine (certes l'emploi s'améliore plutôt mais l'inflation a de la peine à s'élever comme souhaité) et de l'économie mondiale ne sont pas assez bonnes pour amener la Banque centrale à poursuivre son resserrement monétaire comme elle l'avait prévu.

Les jeudi 17 et vendredi 18, Conseil européen portant essentiellement sur la crise migratoire et sur la coopération entre l'UE et la Turquie. Ainsi est signé le 18 un accord entre l'UE et la Turquie concernant le traitement des migrants qui traversent la mer Égée pour aller en Turquie. Cet accord consacre le principe « un pour un », qui avait fait l'objet d'un accord provisoire entre l'Union européenne et la Turquie le 7 mars : tous les nouveaux migrants en situation irrégulière qui partent de la Turquie pour gagner les îles grecques seront renvoyés en Turquie ; et pour chaque Syrien renvoyé vers la Turquie au départ des îles grecques, un autre Syrien sera réinstallé de la Turquie vers l'Union européenne. Ce lien temporaire entre réinstallation et retour pourra porter sur 72 000 personnes maximum. Et l'Union européenne accepte aussi d'accélérer non seulement la mise en œuvre de la feuille de route turque relative à la libéralisation

du régime des visas, en vue de la suppression des obligations en matière de visa pour les citoyens turcs d'ici à la fin juin 2016 mais aussi le versement des 3 milliards d'euros...

Par ailleurs, le Conseil européen réaffirme sa volonté de rétablir totalement le fonctionnement du système Schengen, à commencer par le renforcement des frontières extérieures de l'Union européenne. La proposition de la Commission sur la création d'un corps européen de garde-frontières et de garde-côtes progresse tant au Parlement européen qu'au Conseil, l'objectif étant qu'il devienne opérationnel pour l'été.

Comme le dévoilera plus tard Wikileaks, en date du 19, des responsables du FMI n'écartent pas à nouveau la possibilité d'un défaut grec.

Le jeudi 31, réunion à Paris de nombreuses personnalités responsables des questions monétaires et financières mondiales, des banquiers centraux, de ministres des finances, en la présence aussi de la Directrice générale du FMI : beaucoup s'alarment de la situation du système monétaire international (SMI) et constatent que les politiques monétaires accommodantes menées dans de nombreux pays, d'ailleurs encouragées par le FMI lui-même, soucieux de soutenir l'activité mondiale, accroissent de manière dangereuse la volatilité de la masse énorme des capitaux internationaux qui inondent la planète finance. Les insuffisances autorégulatrices du système de change flottant en sont terriblement aggravées. L'euro cote par rapport au dollar 1,1163 le vendredi 25 après avoir été à 1,1004 le 4, 1,1152 le 11 et 1,1269 le 18.

- Avril 2016 ->

Mercredi 6, les Pays-Bas votent « non » au referendum (seulement indicatif) sur l'accord d'association entre l'UE et l'Ukraine, conclu en 2014, ce qui révèle l'avancée des euro-sceptiques et explique que les responsables européens soient « attristés » et même inquiétés par ce résultat ; certes parce que l'accord devra sans doute être modifié mais aussi et surtout parce que c'est une étape supplémentaire dans la fragilisation de l'UE. Ce résultat pose en effet la question des institutions européennes et les rapports qui doivent exister d'une part entre le Parlement européen et les Parlements nationaux et d'autre part entre ces instances représentatives et les peuples eux-mêmes. Ce n'est pas un hasard si Le Monde publie le 9 avril un supplément intitulé « l'Europe est-elle mortelle ? » en ouvrant une chronique qui s'intitule de son côté « chronique d'une mort annoncée ». On y lit notamment une réflexion intéressante de Pascal Lamy : « Nous avons deux solutions. Soit on s'ajuste en se désintégrant économiquement, soit on s'ajuste en s'intégrant politiquement. Autrement dit, soit on détricote la réalité, soit on construit la fiction ».

Également le 6 avril paraît aux éditions Odile Jacob un livre de Michel Aglietta, en collaboration avec P. Ould Ahmed et J.-F. Ponsot, intitulé : « La monnaie entre dettes et souveraineté ». On y trouve, entre autres analyses pertinentes, le tableau suivant mettant en parallèle le keynésianisme anglo-saxon et l'ordolibéralisme, qui, on l'écrit souvent ici, est la théorie d'origine allemande qui imprègne fortement la gouvernance européenne :

Tableau 4.3. Les doctrines monétaires contemporaines

	Keynésianisme anglo-saxon	Ordo-libéralisme germanique
Principe dominant.	Croissance (plein emploi). Justice (Welfare State).	Stabilité garantie par règles chirurgicales. Économie sociale de marché.
Présupposés sur la cohésion sociale.	Instabilité chronique de la finance parce que le capitalisme est traversé par des conflits sociaux non régulés par les marchés.	Le système de marchés est capable de réguler l'économie à condition qu'il soit encadré par un ordre fait de règles publiques pour préserver la société civile de tout pouvoir arbitraire.
Posture de la banque centrale.	Besoin d'un policy mix : régula- tion macroéconomique conjointe par les finances publiques et par la monnaie. Politique de discrétion contrainte.	La monnaie doit être protégée des influences politiques. Préengagement de la banque centrale sur une règle monétaire incorporée dans les négociations entre partenaires sociaux.
Impact des structures financières libéralisées.	Instabilité financière par levier d'endettement et spéculation sur actifs. Risk management.	Renforcer les règles pruden- tielles et surveiller les conduites à risque. Pas d'incidence monétaire si l'in- flation n'est pas affectée.

Lundi 11, après trois mois de négociation et de « revue » pour juger de l'état d'avancement des réformes, les membres de la Troïka quittent la Grèce sans qu'un accord n'ait pu être conclu. De profonds désaccords subsistent en effet entre la Grèce et ses créanciers, sur la réforme des retraites, sur les créances douteuses accumulées par les banques grecques et sur l'évaluation de la situation budgétaire. Lors de réunions au FMI en milieu de mois, les créanciers tenteront de leur côté de se mettre au même diapason pour proposer un compromis aux Grecs.

Jeudi 21, réunion du comité de politique monétaire de la BCE : pas de changement concernant non seulement les taux mais également les instruments de la politique monétaire non conventionnelle, mis à part l'accent mis sur la dette d'entreprise qui complète plus largement les achats de dettes souveraines avec le CSPP (Corporate Sector Purchase Programme), après le PSPP (Public Sector Purchase Programme). *S'il n'y a pas cette fois-ci de changement dans la politique monétaire européenne, il faut souligner qu'elle fait de plus en plus ouvertement l'objet de critiques en Allemagne. Sous prétexte de faire tout pour soutenir l'activité économique, les taux négatifs pourraient être contreproductifs s'ils ont pour effet pervers de peser négativement sur la consommation parce que les ménages seraient obligés d'épargner de plus en plus pour constituer leur retraite. Pour certains, spécialement outre Rhin, la politique accommodante de la BCE lui donnerait un pouvoir budgétaire en ce sens que sa politique autorise un certain laxisme budgétaire des États ; ce qui réactiverait la question de la démocratie puisqu'une institution non élue est en mesure concrètement de se substituer aux gouvernements et aux parlements. Mais d'autres (voir l'article collectif de sept économistes allemands paru dans Le Monde du 15 avril) estiment que la stratégie de la BCE est la seule possible pour lutter contre les 4 crises que traverse selon eux la zone euro : une crise de la croissance, une crise de la dette (publique et privée), une crise bancaire et une crise de la confiance des divers acteurs. De son côté, le Président de la BCE profitera de sa conférence de presse pour répondre aux critiques des conservateurs allemands en rappelant que la BCE est indépendante et que par conséquent « nous obéissons à la loi, pas aux hommes politiques ». Il a aussi argumenté pour montrer que les taux bas ne sont pas la conséquence de la seule politique monétaire de la BCE mais aussi de la faiblesse de la croissance et de l'inflation, et que les taux d'intérêt réels ne sont pas négligeables (« ils sont supérieurs à ceux d'il y a 20 ou 30 ans ») et ne pénalisent donc pas les épargnants ni les retraités. Il n'empêche que la cible d'inflation de 2% est très loin ; et que la BCE peut se trouver enfermée dans un piège si, d'un côté, elle est obligée de rendre sa politique monétaire moins accommodante parce qu'une hausse des prix des matières premières provoque de l'inflation importée et si, de l'autre, la faiblesse de l'activité économique et le bas niveau des prix domestiques nécessitent au contraire le maintien d'une telle politique accommodante. Le maniement des outils non conventionnels par la Banque centrale peut d'ailleurs en lui-même la piéger, et de plusieurs manières : d'abord, le QE, alourdissant son bilan, la fragilise en cas de chocs financiers, et le papier éligible qu'il nécessite peut se raréfier, ensuite, les taux négatifs peuvent avoir pour effet pervers d'augmenter le taux de change et le prix des actifs financiers et enfin, si QE et taux négatifs ne débouchent*

pas sur une augmentation du taux d'inflation, l'incertitude s'en trouvera accrue et la crédibilité de la Banque centrale atteinte, avec pour conséquence une augmentation possible du taux de change, ce qui compliquerait encore davantage la réalisation de l'objectif d'inflation. De surcroît, la politique monétaire non conventionnelle de la Banque centrale aurait du mal à faire face à une dégradation de la situation de l'économie mondiale : toute tendance à la déflation serait en effet pour elle une complication supplémentaire.

En conclusion, alors que la politique monétaire conventionnelle est par nature progressive, la politique monétaire non conventionnelle doit produire les effets recherchés dans un minimum de temps.

Le 27 avril, après 2 jours de réunion, le Comité de politique monétaire de la Fed maintient inchangés ses taux directeurs et reporte donc à nouveau à plus tard la poursuite de son mouvement de leur resserrement, à cause essentiellement de l'instabilité de la conjoncture non seulement américaine mais aussi mondiale. Notons que le mois de mai verra cependant une amélioration de la situation économique américaine, et que cela conduira plusieurs responsables de la politique monétaire à évoquer un début prochain d'élévation des taux directeurs de la Fed.

Prévue **le 28 avril**, la réunion de l'Eurogroupe est annulée à cause du manque d'accord sur la question grecque. Bien que les finances publiques grecques dégagent désormais un excédent budgétaire de 0,7% du PIB - alors que le contrat de prêts contre réformes, le fameux « memorandum of understanding » (MOU) prévoyait 0,2% - et que le gouvernement grec se dise prêt à accroître ses efforts de réforme, les créanciers sont inflexibles (spécialement les Allemands, qui, n'ayant pas confiance en la Commission, veulent absolument que le FMI participe au sauvetage) et exigent un train supplémentaire de réformes à hauteur de 2% du PIB : le prochain remboursement que doit faire la Grèce en juillet est donc très compromis, ce qui fait à nouveau planer le risque d'un « Grexit ».

Le **28 avril**, sortie d'un livre de Bruno Tinel, « Dette publique : sortir du catastrophisme » (Raisons d'agir), dont beaucoup d'arguments rejoignent les nôtres. On lit dans sa présentation : « La réduction de la dette ne doit pas borner l'horizon des pensables ; d'autres politiques économiques existent. Contre les prêcheurs de la « saine gestion », il faut d'abord rappeler que le niveau d'endettement sanctionne quatre décennies d'orthodoxie néo-libérale : la lutte contre l'inflation sur le dos des chômeurs ; une fiscalité inégalitaire ; le dispendieux sauvetage de la finance privée par les finances publiques ; l'austérité à tout prix.

Une fois levée l'hypothèque moralisatrice, il redevient possible d'expliquer les mécanismes de la dette publique. À long terme, elle finance les infrastructures, les services publics et les conditions du bien-être ; à court terme, elle soutient la demande, pilier de l'activité économique.

Enfin, apparaissent les rapports de pouvoir qui sous-tendent le niveau de l'endettement. Plutôt qu'un conflit de générations, il oppose des classes sociales ».

Dans l'analyse critique qu'il fera de cet ouvrage en avril 2017, Jérôme Creel écrit : « Bruno Tinel explique d'abord que la dette publique n'est pas simplement un passif, mais le reflet d'actifs, comme les infrastructures publiques. La dette publique n'est pas léguée sans contreparties aux générations futures, car celles-ci bénéficieront du système social et des infrastructures que les générations présentes leur auront léguées. Il est important, dans cette période électorale, de rappeler que la dette publique n'est pas l'équivalent d'une dette privée. L'État n'est pas géré comme une entreprise et n'a pas à l'être : il ne fait pas de profit et dispose d'un horizon de décision infini. De même, la comparaison entre la gestion de l'État et celle d'un « bon père de famille » n'a aucun sens. (...) L'obsession répandue de la baisse des dépenses publiques est forcément fragilisée par les coûts indéniables que l'austérité budgétaire a provoqués dans la zone euro, plongeant cette dernière dans une double récession à partir de 2012, et causant la chute vertigineuse du PIB de l'économie grecque, de l'ordre de 25 %. Baisser les dépenses publiques n'a pas permis de juguler les dettes publiques, loin s'en faut. Fort de son analyse des finances publiques qui l'amène à rejeter point par point les arguments de la thèse des « contractions budgétaires expansionnistes », Bruno Tinel peut discuter des conséquences défavorables d'une politique de « saine gestion » des finances publiques sur l'activité et sur la dette publique ».

Selon les chiffres publiés par Eurostat **le 29 avril**, la richesse produite par la zone euro à l'issue du 1^{er} trimestre 2016 retrouve enfin son niveau d'avant la crise. La reprise économique profite de l'actuel « alignement des planètes » mais son avenir semble compromis à terme, non seulement parce que cet alignement peut ne pas durer mais surtout parce que les gains de productivité sont en baisse depuis 10 ans, notamment à cause d'investissements insuffisants en général et en R&D en particulier, ce qui fait plafonner la croissance potentielle à 0,7% par an en moyenne pour les pays de la zone euro. D'ailleurs, l'insuffisance de l'investissement concerne l'économie mondiale tout entière, d'où un déséquilibre entre l'investissement et l'épargne disponible, encouragée de son côté par le manque de confiance en l'avenir, par les perspectives démographiques comme en Allemagne, par le souci de préparer des achats immobiliers, etc..., et ce déséquilibre est en définitive l'explication essentielle

de la baisse durable et profonde des taux longs, davantage que la politique monétaire accommodante des Banques centrales, dont les effets sur ces taux longs ne peut être qu'indirecte.

Le taux de change euro/dollar est de 1,1449 le 29 avril, après avoir été de 1,1394 le 1^{er}, de 1,1395 le 8, de 1,1282 le 15 et de 1,1215 le 22.

- Mai 2016 ->

Dans ses prévisions de printemps publiées le mardi 3, la Commission européenne se montre moins optimiste que le gouvernement français sur la situation de la conjoncture et des finances publiques de la France. Alors que celui-ci prévoit un déficit public de 3,3% du PIB en 2016 et de 2,7% en 2017 (pour honorer son engagement pris en 2015 quand il a demandé un délai de grâce de 2 ans), la Commission table respectivement sur 3,4% et 3,2% ; et en termes de taux de croissance, on a pour 2016 une prévision de l'un de 1,5% contre 1,3% pour l'autre.

Mercredi 4, la BCE annonce la fin du billet de 500 euros pour 2018, parce qu'il serait le support de nombreuses fraudes, de corruptions et de crimes.

Le même jour, l'ESMT Berlin (European School of Management and Technology) fait paraître une étude de J. Rocholl et A. Stahmer (<https://www.esmt.org/where-did-greek-bailout-money-go>), selon laquelle seulement 5% des 220 milliards d'euros attribués à la Grèce par les différents plans de sauvetage successifs ont réellement abouti dans les caisses de l'État grec, les 95% ayant servi à recapitaliser les banques, à payer les intérêts dus aux banques internationales et à rembourser les intérêts dus sur la dette souveraine.

Dans la nuit du 8 au 9, et dans la perspective de la réunion de l'Eurogroupe qui doit se tenir dans l'après-midi même, le Parlement grec adopte la réforme des retraites et des impôts, très contestée en particulier par les syndicats qui avaient appelé le 6 à une grève générale de 48 heures ; mais à laquelle le gouvernement grec s'était engagé dans le cadre du memorandum signé lors de l'été 2015 pour faire des économies budgétaires à hauteur de 3,6 milliards. Cette réforme prévoit la réduction des retraites les plus élevées, la fusion des multiples caisses d'assurance, l'augmentation des cotisations, des taxes et de l'imposition surtout pour les moyens et hauts revenus. Également l'abaissement sous la barre des 9 000 euros annuels du seuil minimum de revenu pour pouvoir être imposé. Ce vote positif permet au Premier ministre A. Tsipras de déclarer : « Je voudrais dire aujourd'hui, avec de la prudence, sans grands mots et sans fanfare, parce qu'une négociation complexe et difficile est en cours, que c'est une journée très importante. Après six années entières pendant lesquelles les institutions européennes se sont réunies constamment pour discuter de la crise économique grecque et n'ont abordé que des mesures d'austérité, l'Eurogroupe se réunit avec son programme quotidien et avec l'allègement de la dette grecque. Ce qui était pendant tant d'années une simple hypothèse sera demain officiellement sur la table, ce sera à l'ordre du jour ».

La réunion de l'Eurogroupe du lundi 9 à Bruxelles doit faire le point sur l'avancement du programme d'ajustement macroéconomique de la Grèce. Les discussions portent sur un ensemble complet de réformes ainsi que sur le caractère soutenable de la dette publique grecque (le thème de la restructuration de la dette grecque est évoqué mais rien ne sera décidé avant la réunion prévue le 24 et, de toute façon, ne pourra pas être sérieusement envisagé avant la fin du programme actuel). Ces deux éléments doivent être en place pour que le premier examen du programme puisse être achevé et qu'une nouvelle aide financière puisse être libérée en faveur de la Grèce : va donc pouvoir se faire le versement d'une nouvelle tranche de prêt d'au moins 5,4 milliards d'euros dans le cadre du troisième plan d'aide de 86 milliards d'euros décidé en juillet 2015. Le pays n'a reçu à ce jour que 21,4 de ces 86 milliards promis, et il doit faire face à une échéance de remboursement de quelque 2,2 milliards à la BCE le 20 juillet. Le risque de « Grexit » qui était réapparu récemment semble donc s'éloigner. « Pour la première fois les étapes nécessaires à l'allègement de la dette sont précisées et définissent un processus spécifique à court, moyen et long terme », s'est félicité M. Tsipras. Pour cet allègement, la Grèce avait depuis longtemps le soutien du FMI mais rencontrait jusque là l'opposition de l'Allemagne. Le Président de l'eurogroupe, M. Dijsselbloem, précise que la question de la soutenabilité de la dette grecque sur le long terme ne serait abordée qu'à la

fin du troisième plan, c'est-à-dire pas avant la mi-2018, si cela était nécessaire. « Il y a deux lignes rouges », a-t-il dit, rappelant qu'un « haircut » (réduction nette du montant de la dette) était exclu et que chacun devait respecter les termes de l'accord de l'été 2015.

Alors que « Bâle IV » est en gestation, les banques européennes se plaignent de l'effet négatif qu'a la réglementation bancaire actuelle non seulement sur leur rentabilité mais aussi sur le volume de crédits qu'elles accordent : le mardi 17, le Commissaire européen aux services financiers, J. Hill, convient qu'il est souhaitable de leur accorder « une période de calme législatif » et même d'assouplir la régulation actuelle.

Le hasard veut que Le Monde publie en date du 21 mai un article de 3 enseignants-chercheurs spécialistes en économie bancaire et monétaire, J. Couppey-Soubeyran, L. Scialom et Y. Tadjeddine, qui a pour titre : « Vaincre les mastodontes du système bancaire » : ces auteurs reconnaissent que « les autorités judiciaires les sanctionnent désormais et que les autorités de régulation tentent de resserrer la bride (...) Tout cela est nécessaire mais insuffisant pour attaquer le nœud du problème : c'est leur masse et leur structure même qu'il faut défaire ».

Le mercredi 18, la Commission européenne accorde des circonstances atténuantes à l'Espagne et au Portugal et décide de ne pas engager tout de suite une procédure de sanction contre ces deux pays pour non-respect du PSC, alors qu'en 2015 leurs déficits publics étaient respectivement de 5,1% et 4,4% du PIB. Cela conforte l'idée selon laquelle la PSC n'est pas vraiment appliqué et que Bruxelles en fait une lecture plus politique qu'économique. Certains commentateurs vont jusqu'à considérer que le PSC est vraiment mort. Or, le PSC n'est-il pas considéré comme une clé de voute de l'UEM ?

Le dimanche 22, dans la perspective de la réunion de l'Eurogroupe du mardi suivant, et par acceptation des conditions posées par les créanciers de la Grèce pour recevoir la nouvelle tranche de prêts, le Parlement grec adopte un projet de loi prévoyant de nouvelles mesures de rigueur : hausse d'un point du taux de la TVA et des taxes supplémentaires sur l'essence, le tabac, accélération des privatisations, mécanisme de correction automatique en cas de dérapage budgétaire, ...

Mercredi 25 au matin, après 11 heures de réunion, l'Eurogroupe trouve avec la Grèce un accord, ce qui va permettre le déblocage de nouvelles tranches de prêts (d'un total de 10,3 milliards d'euros, avec une tranche de 7,5 milliards dès le mois prochain) dans le cadre du plan d'aide mis en place lors de l'été 2015, et des mesures progressives sous forme d'échelonnements sont envisagées pour alléger et rendre soutenable la dette publique grecque qui s'élève actuellement à 180% du PIB. Le FMI, qui avait rendu public lundi un document demandant cet allègement pour faire pression sur les Européens, fera donc partie du dispositif, ce qui est pour l'Allemagne une condition sine qua non pour accepter le nouveau programme. Mais pour que sa dette soit allégée, encore faut-il que la Grèce maintienne ses besoins de financement bruts en dessous de 15% de son PIB à moyen terme et en dessous de 20% à long terme.

Dans son édition du 25, le journal Marianne fait paraître une tribune du député Philippe Noguès où celui-ci se pose la question de savoir si la loi Travail, dite loi « El Khomri », n'est pas un symptôme de la doxa de Bruxelles, autrement dit de la pensée néolibérale émanant de la Commission, en particulier au travers des GOPE que celle-ci publie régulièrement. Rappelons ici et précisons que les GOPE (Grandes orientations de politique économique) constituent, avec à la fois le SEBC et la BCE en matière monétaire et le PSC en matière budgétaire, l'une des bases de l'UEM en ce sens qu'elles ont pour but de permettre la coordination des politiques macroéconomiques (la direction générale des affaires économiques et financières de la Commission élabore chaque année des recommandations accompagnées d'un rapport sur la mise en œuvre des GOPE de l'année précédente. Le Conseil européen débat dans un deuxième temps d'une conclusion sur les GOPE. Enfin, sur la base de cette conclusion, le Conseil de l'UE vote à la majorité qualifiée une recommandation qui fixe les GOPE. C'est le conseil Ecofin qui assure en principe le respect des GOPE par les différents États membres. C'est dans un texte rendu public le 30 mars 1999 et intitulé « Croissance et emploi dans le cadre de la stabilité de l'UEM, réflexions de politique économique en vue des grandes orientations de 1998 » que la Commission a elle-même fixé le contenu des GOPE. Dès le départ, l'objectif est double : d'abord, favoriser la croissance et l'emploi et pour cela il est mis l'accent sur la politique monétaire de stabilité des prix, avec des politiques de modération salariale, et des politiques budgétaires « d'assainissement des finances publiques » ; ensuite, libéraliser le marché avec des politiques structurelles pour améliorer le fonctionnement des marchés de produits et de services et des

marchés du travail (initialement, en 1993, les GOPE étaient un document très général, mais depuis 1999 - Conseil européen d'Helsinki-, on a des orientations par pays structurées en trois parties -politique budgétaire, marché du travail, marché des produits et des capitaux- et adressées sur la base du PSC). Puis, le champ des GOPE a été élargi par le Conseil européen de Lisbonne (mars 2000) aux domaines des affaires sociales, du marché intérieur, de l'éducation et de l'environnement pour mieux articuler l'économique et le social. Mais, concrètement, les GOPE s'avèrent peu efficaces ; en tous les cas, elles n'ont pas réussi à instaurer une véritable culture de la coordination.

Le 27 mai, l'euro cote 1,1109 dollar, après avoir coté 1,1399 le 6, 1,1305 le 13 et 1,1219 le 20.

En ce mois de mai 2016 paraît l'ouvrage important du Prix Nobel - français- de 2014 : Jean Tirole, intitulé « Économie du bien commun ». Comme on le lit dans Le Monde, « Ce n'est pas le prix Nobel d'économie « seulement » que Jean Tirole aurait pu recevoir en 2014, mais aussi le prix Nobel de la paix. Il s'est en effet assigné pour tâche, dans son dernier ouvrage – qui est aussi son premier livre « grand public » –, de rétablir la paix sur tous les fronts du débat économique. Et ils sont nombreux : entre économistes « mainstream » et « hétérodoxes » ; entre économistes et opinion publique ; science économique et autres sciences sociales ; modélisation mathématique et travaux empiriques ; marché et Etat ; intérêt particulier et intérêt général... Toutes les critiques, tous les reproches, tous les procès, sont affrontés sans esquive avec courage, patience et – ce qui est une bénédiction pour le lecteur – une infinie pédagogie d'écriture qui rompt avec ses précédents livres ».

Jean Tirole consacre un chapitre entier à l'Europe : le chapitre 10 s'intitule « L'Europe à la croisée de chemins ». L'auteur commence en constatant que l'on est passé de l'espérance au doute, avant d'analyser les causes de la crise de l'euro, en situant clairement la responsabilité du côté des pays du Sud de la zone euro : « dans la décennie qui suit la création de l'euro, le sud de la zone euro fit face à un double problème, de compétitivité (les prix et les salaires y ayant augmenté beaucoup plus vite que la productivité) et d'endettement public et privé ». Pour lui, les rédacteurs du traité de Maastricht avaient bien anticipé ce risque de dérapage en dressant des barrières pour limiter le déficit public et la dette publique et en mettant en place un PSC avec une surveillance multilatérale. Mais, « cette digue est bien fragile » et « l'approche maastrichtienne a jusqu'à présent échoué (...) Les difficultés intrinsèques à l'exercice sont de plusieurs ordres : le manque d'adaptation au contexte national, la complexité de la mesure de la dette et la mise en œuvre de la surveillance ». Après toute une section consacrée au cas grec, J. Tirole se pose la question « quelles options pour l'Europe désormais ? ». « Pour simplifier à l'extrême, il existe deux stratégies de gestion de la zone euro : la stratégie actuelle repose sur une amélioration du traité de Maastricht et ne prévoit pas de mécanismes automatiques, tels qu'un budget ou des assurances dépôt ou chômage communs, permettant de stabiliser une économie en difficulté ; elle implique en cela un partage des risques limité. La seconde solution, plus ambitieuse, est celle du fédéralisme et implique un plus grand partage des risques. (...) Je me demande si les Européens et leurs dirigeants ont pleinement conscience des conditions nécessaires pour que l'une ou l'autre approche fonctionne ; on ne peut à la fois insister sur la souveraineté et exiger un plus grand partage des risques. Et c'est là le fond du problème ». Jean Tirole reconnaît que « les tendances souverainistes actuelles jouent sans aucun doute en défaveur de l'amélioration de l'approche maastrichtienne. Et quant à l'approche fédéraliste, il considère que les Européens, y compris parmi ceux qui se disent fédéralistes, sont encore nombreux à être opposés à l'idée d'abandonner davantage de leur souveraineté ». De plus, il estime que « l'approche fédéraliste ne sera pas plus favorisée par la simple création d'une Europe politique » car « les conséquences du fédéralisme doivent être comprises par tous avant de s'engager dans cette voie ». Alors, en conclusion, Jean Tirole n'exprime aucune préférence, il se limite à un vœu : « si nous, Européens, souhaitons vivre sous le même toit, nous devons accepter l'idée de perdre un peu plus de notre souveraineté. Et pour y parvenir en cette époque souverainiste, nous devons réhabiliter l'idéal européen et rester unis autour de cet idéal, ce qui n'est pas une mince affaire ». Voilà une belle leçon de lucidité et d'humilité d'un grand économiste orthodoxe !

En ce mois de mai 2016, paraît aussi un ouvrage que nous estimons également important, aux éditions La

Découverte, de Pierre Dardot et Christian Laval : « Ce cauchemar qui n'en finit pas – Comment le néolibéralisme défait la démocratie ». Cet ouvrage critique, donc hétérodoxe, traite dans de nombreuses pages du cas de l'Europe et souligne l'importance qu'y joue depuis longtemps la logique ordolibérale (voir aussi ici à la date de septembre 1958). On y lit notamment : « Pour désagréable qu'elle soit à entendre, la vérité est que l'Europe est aujourd'hui plus ouvertement ordolibérale que l'Allemagne elle-même, du moins sur le plan constitutionnel ».

• Juin 2016 ->

Le jeudi 2, réunion à Vienne du Conseil des gouverneurs de la BCE : il est décidé « que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés, à respectivement 0,00 %, 0,25 % et - 0,40 %.

En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, l'Eurosystème entamera le 8 juin ses achats dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (corporate sector purchase programme, CSPP). Par ailleurs, à compter du 22 juin, il conduira la première opération de la nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées ». (Communiqué de presse). Lors de sa conférence de presse, le Président Draghi précise que la BCE pense que ses taux directeurs devraient rester inchangés pour une période prolongée et pourraient même baisser encore, et qu'elle révisé à la hausse de 0,1 point ses prévisions d'inflation pour 2016 ; elle prévoit donc pour 2016 une hausse des prix de 0,2%. Par ailleurs, la BCE continue à refuser les emprunts publics grecs, parce que de mauvaise qualité, pour fournir des liquidités aux banques hellènes, qui ne peuvent donc bénéficier que des « ELA » (Emergency Liquidity Assistance), plus chers.

Le mercredi 8, début des achats par la BCE de dettes privées. Cette nouveauté, annoncée depuis plusieurs semaines, s'explique par la volonté de la BCE d'injecter des liquidités pour favoriser le crédit et donc pour soutenir l'activité, au risque d'alimenter des bulles. *Ces achats de titres privés par la BCE amène deux commentaires : d'abord, comme ils concernent des dettes notées au moins BBB par les agences de notation, cela signifie que les entreprises concernées ne sont pas forcément protégées de toute défaillance et que donc leurs titres peuvent subir des moins-values ; ensuite, cette demande de titres privés en fait augmenter le prix, et par conséquent chuter le rendement, d'où non seulement des taux proches de zéro pour les obligations publiques comme on le remarque depuis longtemps maintenant mais aussi pour les obligations émises par les grandes entreprises. Ces taux très bas, qui peuvent même devenir négatifs, sont d'ailleurs la conséquence non seulement de la demande des autorités monétaires en général et de la BCE en particulier, mais aussi par les différents investisseurs institutionnels, qui sont en ces moments d'incertitude à la recherche de placements sûrs. Au total, la demande de titres publics et privés augmente alors que l'offre a plutôt tendance à se réduire, ne serait-ce que suite aux efforts de réduction des déficits publics. De manière encore plus générale, on assiste à un creusement de l'écart entre une épargne mondiale très abondante et les possibilités de placement et d'investissement : les taux ne pourront s'élever qu'à condition que se développent à nouveau les opportunités d'investissement, donc qu'augmente le niveau de la croissance potentielle.*

Le mercredi 15, constatant que l'inflation reste bien inférieure à sa norme de 2%, que la croissance est toujours molle au point de l'obliger à réviser à la baisse ses prévisions et que les créations d'emplois sont décevantes, la Fed décide le statu quo pour le niveau de ses taux directeurs.

Le jeudi 16, les parlementaires suisses du Conseil des États votent pour le retrait de la demande d'adhésion de leur pays, qui avait été déposée en 1992.

Le mardi 21, suite à ses efforts récents, la Grèce reçoit une tranche d'aide de 7,5 milliards d'euros de la part du MES (Mécanisme européen de stabilité). Son président déclare à cette occasion que l'aide continuerait à être versée à des conditions favorables : taux inférieur à 1% et maturité moyenne de 32 ans, mais regrette que les besoins financiers futurs de la Grèce soient difficiles à prévoir. En tous les cas, il compte bien que la Grèce respecte son engagement de dégager en 2018 un excédent budgétaire primaire de 3,5%, alors que le FMI juge cet objectif relativement trop ambitieux.

Le vendredi 17, la réunion de l'Ecofin tente d'avancer sur les thèmes de la lutte contre l'évasion fiscale et de l'harmonisation fiscale, malgré la résistance de la Belgique, et de l'Autriche dans une moindre mesure. L'Ecofin ayant adopté la « procédure du silence » (selon laquelle en quelque sorte, « qui ne dit mot consent »), la directive sera adoptée si la Belgique n'exprime pas d'objection.

Le mardi 21, dernier épisode d'un feuilleton commencé en 2012, la Cour constitutionnelle allemande de

Karlsruhe juge le programme OMT de la BCE conforme à la Loi fondamentale (ce qui correspond à la Constitution française).

Le mercredi 22 est la veille du referendum britannique sur le maintien du R.U. dans l'UE. La presse internationale déborde depuis plusieurs semaines d'articles défendant les uns le « OUI », les autres le « NON » au « Brexit ». Et tout le monde économique et financier est sur le « pied de guerre » dans l'attente du résultat, et c'est en particulier le cas des Bourses et des Banques centrales.

En ce qui nous concerne, permettons-nous pour une fois d'exprimer notre avis personnel sans détour. Contrairement à la plupart des avis que l'on entend, je trouve que le raisonnement économique devrait amener les Anglais à rester dans l'UE et l'Europe continentale « pro-européenne » à souhaiter la sortie. Car il faut reconnaître que les Anglais ont réussi à ce que l'UE lui donne à la fois le beurre et l'argent du beurre, à ce qu'elle adopte un peu contre sa nature une conception de l'économie « anglo-saxonne », donc néolibérale, et qu'ils empêchent systématiquement l'Europe d'approfondir sa construction pour dépasser une Europe essentiellement commerciale et financière et aller vers l'objectif d'une Europe fédérale et politique. La sortie du RU de l'UE serait une opportunité pour que cet objectif ait quelque chance d'être réalisé, aussi pour que la zone euro se réforme comme c'est nécessaire, et pour que l'Europe fonctionne de manière plus démocratique, donc beaucoup moins technique et mécanique (bien que les premiers progrès à faire tiennent selon nous en trois mots : harmonisation, régulation, coordination). Personnellement, je pense donc qu'un résultat favorable au Brexit serait en définitive une chance pour l'UE telle que je la souhaite. Et il se trouve que ce souhait d'une Europe fédérale correspond à la seule voie possible pour faire que l'UE soit plus démocratique tout en étant très intégrée, comme l'a bien montré il y a près de 10 ans Dani Rodrik avec son triangle d'incompatibilité (voir ce qui est indiqué ici à la date de février 2011). D'après ce triangle, on ne peut pas avoir ensemble, pour un groupe de pays comme ceux qui composent la zone euro, une forte intégration économique, monétaire et financière, des États souverains et un fonctionnement démocratique. Or, dans le cadre de la mondialisation, on ne peut pas revenir sur l'intégration de l'espace économique européen, et le Brexit et la montée actuelle des populismes un peu partout impose urgemment un fonctionnement plus démocratique, plus proche des peuples. Par conséquent, la seule solution qui reste est bien que les États sacrifient assez largement leur souveraineté pour ouvrir la voie du fédéralisme.

Sur le fossé entre l'Europe et ses citoyens, relire la Déclaration de Laeken sur l'avenir de l'UE de décembre 2001 (voir à cette date, ici).

Si on estime que l'idée d'une Europe fédérale est du domaine du rêve, qu'il s'agit d'une « illusion vaine », alors on peut miser sur l'option de la « double démocratie » que développeront début 2017 Michel Aglietta et Nicolas Leron dans un ouvrage paru au Seuil sous ce titre, et avec pour sous-titre : « Une Europe politique pour la croissance ».

Ce même mercredi 22, la BCE permettra à nouveau dès le 29 de ce mois aux banques grecques d'utiliser son régime d'exception qu'elle avait suspendu en février 2015 : pour se refinancer, ces banques peuvent donc proposer des obligations de leur État et éviter ainsi de continuer à utiliser les coûteux ELA. Cette décision de la BCE prouve que celle-ci prend acte des réformes faites par la Grèce.

Le jeudi 23, referendum au RU pour voter pour ou contre le « Brexit ».

Le vendredi 24, dès le début de la matinée, **le résultat du referendum britannique de la veille tombe : le OUI au Brexit l'emporte avec 51,9% des voix**, et un taux de participation de 70%.

Il est incontestable que ce résultat entraîne, pour le RU comme pour l'UE, un bouleversement d'une importance considérable et dont les conséquences sont encore difficiles à anticiper, mise à part la volatilité des marchés des changes et des capitaux que l'on constate déjà.

Après l'avis personnel que je me suis permis d'exprimer avant-hier, je considère ce matin qu'un avenir nouveau et prometteur peut s'ouvrir pour l'UE. Mais encore faut-il que les responsables politiques nationaux et européens soient à la hauteur des enjeux. Or, il faut bien admettre que ces responsables, encore plus ceux d'aujourd'hui que ceux d'hier, ont trop souvent manqué d'intelligence, de clairvoyance, de volonté et de courage : leur responsabilité est grande dans l'échec de l'UE dans les têtes et les cœurs des Européens, et le résultat du référendum britannique en est une forte illustration ; et ce serait une catastrophe que ce résultat soit contagieux (seulement 51% des Européens de 10 États membres sont actuellement encore favorables à l'UE et en France ils sont 61% à y être défavorables - ce taux a augmenté de 17 points en 1 an !). Mon souhait le plus fort est que ces responsables prennent conscience du rôle historique qu'ils ont à jouer pour donner à l'UE dans sa nouvelle configuration toutes les chances de renouer avec le projet d'une Europe fédérale et politique et de faire partager ce projet par tous les peuples européens. Mais ont-ils l'étoffe nécessaire pour ce grand œuvre ?

De plus, comme l'écrivait le politologue bulgare Ivan Krastev dans l'édition du 12 juillet du journal Le Monde, « le risque est que les élites, paralysées par la peur de la désintégration, cherchent à récupérer le plus de souveraineté possible par crainte que la situation finisse à échapper à tout contrôle. En d'autres termes, l'euro-pessimisme des élites pourrait au bout du compte s'avérer plus destructeur que l'euro-scepticisme des populistes et leur désir de détruire Bruxelles ».

Sur la responsabilité des gouvernants dans les malheurs de l'UE, voir le livre « Les salauds de l'Europe » qui paraîtra le 22 mars 2017, de Jean Quatremer (Calman-Lévy). Voir à cette date.

Le début de la semaine du 27 voit des baisses sensibles de la Livre sur le marché des changes et une forte volatilité des bourses européennes et mondiales, tous les investisseurs fuyant l'incertitude et recherchant les valeurs refuges (certaines devises et obligations souveraines, dont les taux flirtent de plus en plus avec des valeurs négatives), certains d'entre eux en profitant pour spéculer encore davantage.

De son côté, le ministre allemand des finances, W. Schäuble, reprend son idée de Fonds monétaire européen (FME), indépendant, pour transformer le MES en une institution encore plus rigoureuse. Mais, comme la Commission - qui perdrait une partie de ses prérogatives - la France y est opposée : alors que la France a un problème avec le partage de souveraineté, l'Allemagne a un problème avec le partage des risques.

Le mardi 28, à Bruxelles, le Conseil européen se réunit à 28. Après diverses questions prévues à l'ordre du jour (les migrations, l'emploi, la croissance et l'investissement, et les relations extérieures), le Premier ministre du Royaume-Uni informe du résultat du référendum.

Les mardi 28 et mercredi 29, la BCE tient à Sintra au Portugal son 3^{ème} forum annuel (parfois appelé le « Davos de la BCE ») qui rassemble des banquiers centraux (mais ceux des États-Unis et du RU ne sont pas là et Mario Draghi lui-même devra quitter prématurément la réunion pour se rendre à Bruxelles pour assister au Conseil européen informel) et des économistes. Parmi ces derniers, c'est l'intervention des Français Pierre-Olivier Gourinchas et Hélène Rey qui marque le plus, dans le prolongement de celle faite l'an dernier par Larry Summers sur la question des taux d'intérêt bas : il avait montré le rôle du vieillissement démographique et de la faible productivité. Selon les deux économistes français, le phénomène des taux d'intérêt réels bas va être durable parce que l'épargne mondiale est largement excédentaire par rapport aux flux d'investissement. Surtout, ils remarquent que depuis 1870 le rapport entre la consommation des ménages et leur richesse est directement lié au niveau des taux d'intérêt réels : quand ceux-ci baissent, celui-là décroît aussi. Il en a été ainsi après la grande crise des années 30 et il en est à nouveau ainsi depuis le début des années 2000. Ce contexte prend les Banques centrales à contrepied et les tendances déflationnistes sont très fortes ; si bien que les politiques monétaires expansives des Banques centrales ne suffisent plus pour soutenir l'activité : il faut qu'elles soient accompagnées par les États avec des politiques budgétaires et structurelles adaptées, spécialement en faveur des investissements, de l'éducation, de l'innovation et de la justice sociale. D'ailleurs, le principal avantage des taux d'intérêt bas est en principe de faciliter aux États les réformes structurelles nécessaires pour

relever le taux de croissance potentielle, actuellement dans la zone euro de 1% seulement, contre 2,8% il y a trente ans, ce qui met en péril la pérennité du système social européen. Mais pour relever le taux de croissance potentielle européen, l'action de la BCE sur le taux de croissance économique est limitée et surtout insuffisante car de nombreux facteurs jouent pour l'affaiblir : le vieillissement démographique, la diminution de la population active, la baisse des gains de productivité, la hausse des inégalités, ... La question se pose alors de savoir si la politique accommodante de la BCE ne présente pas en définitive trop de risques, comparés à son efficacité.

Le mercredi 29, le Conseil européen se réunit à nouveau à Bruxelles, mais de manière informelle et seulement à 27 puisque le Premier ministre du RU n'est plus là : les membres réunis traitent précisément des effets du référendum britannique.

Voici le contenu complet de la déclaration faite à l'issue de la réunion :

« 1 Nous, chefs d'État ou de gouvernement des 27 États membres, ainsi que les présidents du Conseil européen et de la Commission européenne, déplorons vivement le résultat du référendum au Royaume-Uni mais nous respectons la volonté exprimée par une majorité de la population au Royaume-Uni. Jusqu'à ce que le Royaume-Uni quitte l'UE, le droit de l'UE continue de s'appliquer à l'égard du Royaume-Uni et sur son territoire, pour ce qui concerne aussi bien les droits que les obligations.

2 Il est nécessaire d'organiser le retrait du Royaume-Uni de l'UE de manière ordonnée. L'article 50 du TUE constitue la base juridique de ce processus. Il appartient au gouvernement du Royaume-Uni de notifier au Conseil européen l'intention du Royaume-Uni de se retirer de l'Union. Cela devrait se faire aussi rapidement que possible. Il ne saurait y avoir de négociation d'aucune sorte tant cette notification n'a pas eu lieu.

3 Une fois cette notification reçue, le Conseil européen adoptera des orientations pour les négociations à mener en vue d'un accord avec le Royaume-Uni. Dans le cadre du processus à venir, la Commission européenne et le Parlement européen joueront pleinement leur rôle conformément aux traités.

4 Nous espérons que, à l'avenir, le Royaume-Uni sera un partenaire proche de l'UE et nous attendons avec intérêt que le Royaume-Uni fasse part de ses intentions à cet égard. Tout accord qui sera conclu avec le Royaume-Uni comme pays tiers devra être équilibré en ce qui concerne les droits et les obligations. L'accès au marché unique passe obligatoirement par l'acceptation de chacune des quatre libertés.

5 Le résultat du référendum au Royaume-Uni crée une situation nouvelle pour l'Union européenne. Nous sommes déterminés à rester unis et à œuvrer dans le cadre de l'UE pour relever les défis du XXI^{ème} siècle et trouver des solutions dans l'intérêt de nos nations et de nos populations. Nous nous tenons prêts à faire face à toute difficulté susceptible de découler de la situation actuelle.

6 L'union européenne constitue une réalisation historique en termes de paix, de prospérité et de sécurité sur le continent européen, et elle reste notre cadre commun. Dans le même temps, de nombreuses personnes font part de leur mécontentement à l'égard de la situation actuelle, aussi bien au niveau européen qu'au niveau national. Les Européens attendent davantage de nous pour ce qui est d'assurer la sécurité, de générer des emplois et de la croissance et de donner l'espoir d'un avenir meilleur. Nous devons répondre à cette attente, d'une façon qui nous unit, en particulier dans l'intérêt des jeunes.

7 C'est pourquoi nous engageons aujourd'hui une réflexion politique afin de donner une impulsion à la poursuite des réformes, conformément à notre programme stratégique, et au développement de l'UE à 27 membres. Il faut pour cela que les chefs d'État ou de gouvernement fassent preuve de leadership. Nous reviendrons sur cette question lors d'une réunion informelle en septembre, à Bratislava ».

Suite à l'expression de notre opinion personnelle avant et après le « Brexit », signalons deux articles importants publiés dans le journal Le Monde concernant l'avenir de l'Europe, parus le premier le 28 par Jean-Marc Ferry, et le second le 30 par Hubert Védrine. Tous deux sont très favorables à l'Europe mais considèrent néanmoins, en définitive, que l'option fédérale n'est pas la bonne dans les circonstances actuelles. Pour J.-M. Ferry, « l'heure n'est ni à "se recentrer sur les symboles européens" ni à "franchir le Rubicon fédéral" ; cependant, un peu plus loin, il est plus ambigu : « dans ce contexte de crise, le mot d'ordre fédéraliste fait courir à l'Union un risque de dislocation. Le "plus d'Europe" produira des effets contraires si la relance du processus s'en tient à une intégration technique, fonctionnelle, sans que l'intégration proprement politique, civique, avance du même pas ». Cela rejoint donc notre point de vue exprimé plus haut. Pour l'ancien ministre des affaires étrangères aussi, pourtant partisan depuis longtemps d'une Europe à deux vitesses, avec une intégration plus forte pour le noyau dur, « faire plus d'Europe ne ferait qu'aggraver le mécontentement populaire ». Cela est en effet tout-à-fait prévisible s'il s'agissait de faire plus d'Europe en gardant les mêmes recettes, mais le Brexit nous amène au contraire à chercher à faire l'Europe de demain bien autrement. H. Védrine a raison de vouloir « tenir compte des peuples » mais sa proposition de privilégier une « subsidiarité massive et drastique » et son souhait que soit tenue « une nouvelle conférence de Messine (pour) fixer rapidement les contours d'une nouvelle subsidiarité rétroactive, et assigner après cela quelques rares missions-clés (sécurité, influence, préparation de l'avenir) à cette Union repensée pour assurer la pérennité d'un mode de vie européen dans le monde de demain, tout en laissant la démocratie retrouver son espace et sa légitimité au sein de chaque État membre », est selon nous d'une trop grande frilosité ; cette frilosité, ce recul par rapport à ses positions antérieures, et donc ce manque d'ambition sous couvert de

réalisme, trahissent sans doute un manque de confiance dans la capacité des responsables européens actuels à renouer efficacement avec le projet d'une Europe politique et démocratique. Par là, ce point de vue rejoint notre propre interrogation. Et cette interrogation se prolonge par une autre question, celle du fonctionnement de la démocratie. Car, en fonction du résultat du referendum britannique, de la campagne qui l'a précédé, faite de mensonges éhontés proférés par de nombreuses « élites politiques », et d'une sous-information notoire de nombreux électeurs, on est contraint de se poser la question de savoir s'il est démocratique d'interroger le peuple par referendum ! Et pour prolonger notre réflexion, sachant que le referendum britannique est consultatif, et se rappelant du précédent créé par le contournement des referendums négatifs sur le projet de Constitution européenne par le Traité de Lisbonne, on peut aller jusqu'à se demander si l'article 50 de ce fameux Traité va finalement être mis en œuvre par le RU et si, même s'il était utilisé, les négociations qui s'ensuivraient après, pendant deux ans au moins, n'aboutiraient pas à ce que le RU retrouve dans les faits une situation vis-à-vis de l'UE très proche de celle d'avant-Brexit... S'il en était ainsi, cela voudrait dire que le RU réussit à poursuivre son propre projet européen qui a toujours été, rappelons-le ici, de faire de l'Europe uniquement un grand marché et d'empêcher le continent de progresser dans le sens d'une plus grande intégration. Si bien que la suspicion que nous avons à l'égard des responsables politiques européens concerne leur aptitude non seulement à renouer avec le projet d'une Europe fédérale et politique mais aussi à résister aux manœuvres du RU pour défendre cyniquement ses seuls intérêts. Deux autres dangers guettent l'UE, qui concerne d'ailleurs également les responsables politiques nationaux actuels. D'abord, ils sont très divisés sur la vision qu'ils ont pour l'Europe de demain et sur l'opinion qu'ils portent sur les institutions européennes. C'est ainsi que dans des grands pays tels que la France et l'Allemagne il n'y a pas de consensus sur la direction à donner : en Allemagne par exemple la chancelière n'est pas d'accord avec son vice-chancelier et le ministre de l'économie n'est pas d'accord non plus avec le ministre des affaires étrangères, les uns, qui ne veulent rien changer aux traités actuels ne sont pas d'accord avec les autres qui sont favorables à un noyau dur d'États membres qui mèneraient des politiques de relance ; et on assiste aussi à une montée des revendications des « petits pays », notamment ceux de l'Est et du groupe de Visegrad (Hongrie, Pologne, République tchèque, Slovaquie) qui expriment de plus en plus de critiques à l'encontre de la Commission européenne. Celle-ci est loin, effectivement, d'être sans reproche : elle tergiverse souvent, comme c'est actuellement le cas à propos de la non-application des règles budgétaires par le Portugal et par l'Espagne et aussi à propos de l'accord de libre-échange avec le Canada (CETA- Comprehensive Economic Trade Agreement) pour savoir s'il doit être mixte ou non (en définitive, contrairement à sa préférence pour un accord non mixte, et sous la pression des gouvernements français et allemands, J.-C. Juncker décidera le 5 juillet qu'il est nécessaire que les Parlements nationaux ratifient le traité). Le deuxième danger qui guette l'UE est l'immobilisme qui va sans doute caractériser la France et l'Allemagne pendant les mois à venir pour cause d'échéances électorales.

Le **jeudi 30**, suite au marchandage du 29 novembre dernier, s'ouvre une nouvelle phase des négociations entre l'UE et la Turquie pour l'adhésion de celle-ci, avec des discussions sur les questions budgétaires, ce qui porte à 16 sur 35 le nombre de chapitres ouverts pour cette négociation générale débutée en 2005.

Le taux de change EUR/USD a été de 1,1115 le vendredi 24 après avoir été de 1,1363 le 3, 1,1248 le 10 et de 1,1279 le 17.

En fin de mois de juin 2016 paraît la seconde édition du **livre d'Edwin Le Héron, à La Documentation française, intitulé : « À quoi sert la Banque centrale européenne ? »**. Il présente un grand intérêt et, pour le sujet que nous traitons ici, nous ne pouvons que fortement conseiller à nos lecteurs de s'y reporter. L'auteur consacre plusieurs développements très intéressants et importants à la construction européenne et en particulier de l'UEM.

• C'est ainsi que dans son premier chapitre, l'auteur distingue trois visions bien différentes du projet européen.

- La première est la vision libérale, celle du R.U., spécialement à partir de la politique de M. Thatcher et de John Major, sous l'impulsion théorique de Hayek pour qui toutes les monnaies doivent être privées et se faire concurrence, d'où la proposition d'une monnaie commune, une sorte de super-écu, qui se substituerait progressivement aux monnaies nationales. Mais, si le libéralisme anglo-saxon l'a emporté au niveau mondial en matière de finance internationale, il n'a pas réussi au niveau européen car le gouvernement Thatcher s'est montré trop intransigent, au point de demander un régime d'exception ; ce qui va ouvrir la voie à un compromis entre les deux autres visions.

- E. Le Héron qualifie la seconde vision d'europhile. Elle correspond à la philosophie des « pères fondateurs » et a pour ambition de construire les États-Unis d'Europe. Mais, cet objectif fédéral n'est pas vraiment affiché parce qu'il faut tenir compte des réticences, des résistances et même des oppositions de

nombreux États-membres. Alors, il est proposé d'avancer par petits pas et en privilégiant l'axe économique : les « fonctionnalistes » l'emportent donc sur les « constitutionnalistes ». L'idée est donc de commencer par un marché unique, puis de poursuivre par une monnaie unique, avant d'envisager d'autres transferts de souveraineté, en particulier pour mettre en place un gouvernement économique européen. Mais cette vision fonctionnaliste montre elle-même des limites parce qu'elle apparaît comme excessivement technocratique.

- La troisième vision est qualifiée par E. Le Héron de « ordolibérale ». C'est, pour simplifier, celle de l'Allemagne. Sur l'ordolibéralisme, relire ce que nous précisons ici dans l'annexe de la fin 2012. Comme l'UEM ne pouvait pas se faire sans l'acceptation de l'Allemagne et que celle-ci, déjà dominante économiquement, voulait un euro aussi fort que le mark et une Banque centrale européenne indépendante, les « européistes » y ont consenti en se persuadant que la monnaie unique était une étape supplémentaire sur le chemin de la construction fédérale de l'Europe, une étape d'ailleurs pas seulement économique mais également politique. En définitive, les « ordolibéraux » et les « européistes » y trouvaient leur compte : les premiers parce qu'ils étaient persuadés que la règle de la Banque centrale indépendante allait affaiblir les désirs de régulation des États, et les seconds parce qu'ils pariaient sur la nécessité de passer plus ou moins rapidement à une étape supplémentaire avec un gouvernement économique pour pallier les insuffisances en matière de coordination macroéconomique qu'exprimerait inévitablement l'UEM.

• Dans son dernier chapitre, E. Le Héron présente trois scénarios pour dessiner l'avenir possible de l'UEM.

-Le premier est « une union ordolibérale à la recherche d'un impossible équilibre ». Il semble que ce soit le scénario le plus probable, d'autant plus que la zone euro épouse depuis sa naissance la philosophie ordolibérale et se trouve concrètement sous la domination de l'Allemagne non seulement dans le domaine monétaire mais également dans le domaine budgétaire puisqu'ont été adoptés les PSC et TSCG, considérés comme des substituts à un fédéralisme budgétaire. Mais l'orthodoxie ordolibérale et son austérité budgétaire s'accompagnent de difficultés sociales car ce sont le taux de croissance, le chômage, les structures économiques et les fuites de capitaux qui deviennent les variables d'ajustement. La dévaluation interne se substitue à la dévaluation externe devenue impossible. Pour contrer ces évolutions négatives, seules des réformes structurelles sont concevables mais elles exigent beaucoup de temps et d'importants sacrifices. Comme l'écrit E. Le Héron, « Si ce scénario est politiquement le plus probable, il ne peut constituer qu'une solution à court et à moyen termes. À défaut de quoi, le fédéralisme ordolibéral maintiendra l'Union européenne dans une situation de croissance faible, de tensions sociales et de déséquilibre interne de développement, assez peu propice à son maintien dans l'économie mondiale. Une minorité d'États membres profitera de l'euro pour améliorer leur compétitivité, tandis que la majorité d'entre eux sera contrainte à mener des politiques d'austérité et de dumping social ou fiscal pour combler leur retard. Il serait étonnant que les peuples acceptent d'emprunter longtemps ce chemin escarpé de la construction européenne. À long terme, un tel scénario n'apparaît pas viable. Les peuples le refuseront et l'espérance protectrice du repli nationaliste sera renforcée ».

- Le second scénario est « la tentation du souverainisme monétaire » avec l'abandon de l'euro et un retour aux monnaies nationales. La logique de cette option est triple : rompre avec l'ordolibéralisme, retrouver une souveraineté économique et en particulier le levier de la dévaluation pour combler les déficits de compétitivité, et une balance entre les avantages et les coûts d'une sortie de l'euro pas forcément négative.

Nous avons déjà indiqué ici que ce scénario n'aurait vraisemblablement pas les conséquences catastrophiques que certains se plaisent à annoncer. Par ailleurs, il convient de ne pas assimiler le souverainisme au nationalisme et savoir que la sortie de l'euro est défendue aussi bien par les souverainistes libéraux qui ne veulent qu'une Europe-grand-marché que par les souverainistes interventionnistes qui n'acceptent pas que les critères qui sont à la base de l'UEM ne soient que monétaires et financiers, sans aucune considération économique et sociale. L'Allemagne ordolibérale est opposée au souverainisme monétaire parce que l'euro est un double du mark et qu'elle est la première à profiter de la mécanique de l'euro. En France, le souverainisme monétaire a davantage de soutiens. Or, tout le monde reconnaît que le « couple » ou « tandem » franco-allemand est le moteur de la construction européenne : pour que ce moteur n'ait pas trop de ratés, il faudrait que les Français comprennent mieux l'ordolibéralisme allemand et que les Allemands comprennent mieux l'interventionnisme néokeynésien-beveridgien à la française (notre qualificatif « beveridgien » renvoie ici davantage à la notion d'État-providence qu'à la

typologie des systèmes de sécurité sociale). Plusieurs voies pourraient être empruntées pour conduire à la sortie de l'euro. La plus radicale serait purement et simplement un retour à la situation d'avant 1999, c'est-à-dire au SME avec l'ÉCU, autrement dit une monnaie commune, qui servirait pour les échanges entre États membres, le fonctionnement du budget commun et des politiques économiques européennes, et qui serait doublé par les monnaies nationales entre lesquelles le taux de change ne serait pas fixe. Une autre voie serait la distinction de deux sous-zones euro et donc de deux euros (l'euro du Nord et l'euro du Sud, par exemple). Une troisième voie encore consisterait à ce que seulement quelques États membres sortent de la zone euro (on pense bien évidemment aux plus fragiles, mais rappelons-nous que certains pensent que ce serait préférable qu'il s'agisse au contraire de pays comme l'Allemagne) : les pays sortants rejoindraient alors le SME Bis auquel adhèrent pour l'instant les pays de l'UE qui ne sont pas encore dans la zone euro. Il s'agit plus précisément du « mécanisme de taux de change européen » ou MCE décidé lors du Sommet de Vérone en avril 1996 (MCE II depuis la mise en place de l'euro le 1/1/1999), qui est un accord entre le Conseil des ministres de l'économie et des finances de l'UE (Écofin), la BCE et les BCN des États membres de l'UE qui ne sont pas dans la zone euro. Ce mécanisme a pour but de maintenir chaque devise nationale dans une fourchette de variation maximal autour d'un cours pivot central.

- Le troisième scénario est celui d'un « fédéralisme économique et solidaire ». Comme l'écrit très bien E. Le Héron, « Faut-il simplement plus de règles de coordination et davantage de discipline budgétaire pour éviter les dérapages et les attaques spéculatives contre les dettes souveraines de la zone euro ? C'est le point de vue allemand d'un fédéralisme ordolibéral et intergouvernemental. Pourtant, une concurrence libre et non faussée, agrémentée de règles de bonne gouvernance, ne paraît pas suffisante pour faire face à l'incertitude radicale de l'environnement, aux imperfections de l'économie de marché et à l'instabilité de celle-ci à l'ère des marchés financiers. Dans un tel contexte, c'est d'un véritable gouvernement économique dont l'Europe a besoin ». Et plus loin, « Bien que politiquement improbable, la mise en place de ce fédéralisme économique et solidaire constitue la voie économique la plus efficace et la plus cohérente. Misant une fois encore sur les vertus du fonctionnalisme, les européistes sont prêts à accepter dans un premier temps un fédéralisme ordolibéral renforcé, en espérant pouvoir ensuite imposer un fédéralisme plus ambitieux. Mais il s'agit d'une perte de temps qui peut être fatale au projet européen des pères fondateurs. (...) La seule solution économique à la situation actuelle est la coopération renforcée entre les dix-neuf membres de la zone euro, fondée sur le respect de seuils de divergence économique maximum et sur des systèmes de correction automatique reposant sur la solidarité (et non l'austérité budgétaire). Si l'on admet la complexité d'une monnaie et les implications de son partage, un gouvernement économique de la zone euro doté de ressources fiscales et d'un budget propres est absolument nécessaire. Sinon, l'euro restera une monnaie incomplète ».

Ces trois scénarios présentés par E. Le Héron concernant l'avenir possible de la zone euro peuvent être rapprochés des deux options étudiées par J. Tirole dans le chapitre 10 de son livre « Économie du bien commun » paru en mai 2016 (voir ici à cette date). Le scénario « ordolibéral » de l'un correspond en gros à « l'option Maastricht améliorée » de l'autre, le scénario d'un « fédéralisme économique et solidaire » de l'un correspond en gros à « l'option du fédéralisme » de l'autre. On remarque donc que le scénario d'un « souverainisme monétaire » introduit par E. Le Héron n'est pas étudié par J. Tirole. C'est d'autant plus dommage qu'il insiste sur les difficultés de réalisation des deux options qu'il présente.

• Juillet 2016 ->

Le dimanche 3, à l'occasion des Rencontres économiques d'Aix-en-Provence, Christine Lagarde, directrice générale du FMI, se demande « peut-être qu'il y a des choses qu'il faut envisager de faire puisque les Britanniques ne vont pas s'asseoir à la table ». Par ailleurs, elle souhaite vivement que des progrès soient faits par l'Europe en matière de communication : « il faut travailler sur la réalité économique, mais aussi impérativement s'occuper des perceptions » car, sinon, elle pense que les populations vont continuer à penser « excès de réglementations, bureaucratie, c'est la faute à Bruxelles, etc. ».

En ce début juillet, un effet collatéral du Brexit est la mise en grande difficulté des banques italiennes, fragiles depuis longtemps (car peu rentables, trop petites et trop nombreuses, et avec beaucoup de créances douteuses), au point de se poser la question d'un « bail-in » éventuel, ce qui mettrait à mal l'union bancaire. Notons que l'Italie accumule un quart des créances douteuses en Europe : 271 milliards d'euros en juin 2016, mais la France vient en 2^{ème} position avec 150 milliards, l'Espagne en ayant 141

milliards, la Grèce 115 et l'Allemagne 69.

Le mercredi 6, la Livre sterling tombe à 1,2798 \$, son plus bas niveau depuis 31 ans !

Le mardi 12, réunion de l'Ecofin à Bruxelles : les ministres de l'économie et des finances de membres de l'UE constatent que les déficits publics de l'Espagne et du Portugal dépassent les limites prévues par Bruxelles : 5,1% contre 4,2% pour l'Espagne et 4,4% contre 2,7% pour le Portugal. En fonction de l'article 126-8, ils lancent la procédure formelle de sanctions et la Commission doit élaborer une recommandation de sanctions dans les 20 jours. L'amende qui peut être prononcée peut aller de 0% jusqu'à 0,2% du PIB du pays visé ; et le Commissaire aux affaires économiques P. Moscovici dit que « des sanctions égales à zéro sont une possibilité ». La recommandation de la Commission doit être validée par le Conseil des ministres des finances et pour s'y opposer il faut réunir la majorité qualifiée inversée (rappelons que la majorité qualifiée sert à adopter une décision donnée alors que la majorité qualifiée inversée doit être réunie pour s'opposer à cette décision, l'approbation du Conseil étant a priori supposée tacite). Il faut souligner que c'est la 1^{ère} fois que la procédure de sanction est enclenchée alors que, selon l'Institut de conjoncture allemand IFO, et d'après les statistiques de la Commission européenne elle-même, c'est 114 fois que la limite de 3% du PIB pour le déficit public a été dépassée de manière illicite entre 1999 et 2015. La France vient en tête avec 65 violations, suivie de la Grèce, de la Pologne et du Portugal (l'Allemagne a violé 5 fois la limite des 3%). Certains considèrent donc cette procédure comme exagérée, surtout à un moment où le « Brussels bashing » reste important, même si une enquête montre que le Brexit fait que dans de nombreux pays il y a une majorité de citoyens qui souhaitent que l'UE reparte sur de nouvelles bases, et que, malgré une position toujours défavorable au fédéralisme, la zone euro soit le noyau d'une intégration plus forte, politiquement et économiquement : le sentiment d'être Européen renaîtrait-il ?

Le mercredi 13 juillet, Madame Theresa May succède à David Cameron comme Premier ministre britannique. C'est Philip Hammond, ancien ministre des affaires étrangères, qui remplace George Osborne comme ministre de l'économie et David Davis devient le ministre du « Brexit ».

Le jeudi 14 juillet, tard le soir, après le feu d'artifice donné à Nice, un attentat terroriste tue au moins 84 personnes sur la Promenade des Anglais.

Le jeudi 21 peut être un jour symbolique pour l'avenir de l'UE après le Brexit en ce sens qu'apparaît un clivage entre l'Europe de l'Ouest et l'Europe de l'Est quant aux conceptions qu'ont les pays membres. En effet, alors que l'Europe de l'Ouest mise sur la promotion de la défense européenne, sur des politiques économiques en faveur de la croissance et de l'emploi et sur des actions en faveur de la jeunesse, l'Europe de l'Est (avec la réunion à Varsovie du V4, le groupe de Visegrad composé de la Pologne, de la Hongrie, de la République tchèque et de la Slovaquie), milite pour un rééquilibrage institutionnel en faveur des États et au détriment de la Commission européenne.

Par contre, ce même jeudi 21, la BCE, lors de sa première réunion post-Brexit, décide un statu quo pour ses mesures de politique monétaire (le 27, la Fed décidera également le statu quo). Son Président considère qu'il est trop tôt pour préciser les conséquences économiques du Brexit mais il estime encourageante la résilience dont font preuve les marchés financiers et, pour lui, les banques européennes ont maintenant moins de problèmes de solvabilité que de rentabilité (les taux très bas n'y sont pas pour rien), mises à part les banques italiennes toujours en difficulté à cause du poids de leurs créances douteuses (c'est ce que confirmera le 29 de ce mois le rapport de l'Autorité bancaire européenne (ABE), suite à une sévère série de tests).

Les 23 et 24, réunion des ministres des finances du G20 à Chengdu en Chine (communiqué : <http://www.g20.utoronto.ca/2016/160723-finance.html>)

Le 27, après une âpre discussion, la Commission européenne renonce à infliger des sanctions au Portugal et à l'Espagne pour leurs dérapages budgétaires : la proposition de « sanctions 0 » de P. Moscovici l'emporte donc. Et surtout, *les termes du débat entre rigueur et relance semblent évoluer : est de plus en plus contestée la thèse dominante en faveur d'une grande discipline budgétaire - et ses conséquences récessives -, accompagnée de réformes structurelles - dont les effets demandent du temps, trop de temps. Y aurait-il donc un changement bénéfique de paradigme économique à Bruxelles ? Mais d'un autre côté, est-ce bien raisonnable que des pays, la France en tête, décident pour les années qui viennent des augmentations importantes de leurs dépenses publiques ? Car le vrai sujet est de concevoir au niveau européen une politique macroéconomique en faveur de la croissance, de l'emploi, de l'innovation et de la transition climatique.*

Or, le clivage ci-dessus évoqué entre l'UE de l'Ouest et l'UE de l'Est risque de contrarier l'efficacité du passage de la logique de la rigueur à celle de la relance ; surtout que les États continuent à craindre par-dessus tout les réactions des marchés à l'évolution de leurs dettes souveraines. Profitons de cette réflexion sur rigueur vs relance pour évoquer inflation vs chômage, c'est-à-dire la relation de Phillips : le fait que dans plusieurs pays il y ait actuellement à la fois faible inflation et quasi plein-emploi montre qu'il y a un net affaiblissement de cette relation macroéconomique.

Le vendredi 29, l'euro cote 1,1175\$, après avoir coté 1,1135 le 1^{er}, 1,1049 le 8, 1,1026 le 15 et 1,0975 le 22. Indiquons aussi que les « stress tests » bancaires montrent que la santé des banques européennes est meilleure mais leurs fonds propres sont malgré tout en diminution régulière depuis plusieurs mois, ce qui inquiète les marchés qui chahutent fortement les valeurs bancaires.

• Août 2016 ->

Le jeudi 4, la BoE, la Banque centrale d'Angleterre, prend des mesures de politique monétaire radicales pour empêcher que le Brexit ne tue la croissance : réduction, pour la première fois depuis 2009, du taux directeur de 0,5% à 0,25%, hausse des achats d'obligations souveraines et achats d'obligations d'entreprises, d'où au total un vigoureux QE ; et en plus, la reprise d'un système de refinancement des banques à bon marché.

Jeudi 18, publication très intéressante (et importante à la veille d'élections dans plusieurs pays) par la fondation Bertelsmann Stiftung du classement 2016 de 41 pays, 35 de l'OCDE dont 22 de l'UE et les 6 pays de l'UE qui ne font pas partie de l'OCDE, à partir de 136 indicateurs de « gouvernance durable », quantitatifs et qualitatifs (<http://www.sgi-network.org/2016/Downloads>).

Trois thèmes principaux sont étudiés, chacun se décomposant en un certain nombre de sous-thèmes :

- 1- « Policy Performance » : Economic Policies (Economy, Labor market, Taxes, Budgets, Research and Innovation, Global Financial Markets), Social Policies (Education, Social Inclusion, Health, Families, Pensions, Integration, Save Living, Global Social Inequalities), Environmental Policies (Environmental Policies, Environmental Protection Regimes).
- 2- « Quality of Democracy » : Electoral Processes, Access to Information, Civil Rights and Political Liberties, Rule of Law.
- 3- « Governance » : Executive Capacity (Strategic Capacity, Interministerial Coordination, Evidence-based Instruments, Societal Consultation, Policy Communication, Effective Implementation, Adaptability, Organizational Reform Capacity), Executive Accountability (Citizens' Participatory Competence, Legislative Actors' Resources, Media, Parties and Interest Associations).

Résultats principaux (classements de la France parmi les 41 pays étudiés) :

1) « POLICY PERFORMANCE » : La France est 18^{ème} en 2016 après avoir été 21^{ème} en 2015 et 16^{ème} en 2014.

1-1 « Economic Policies » : La France est au 24^{ème} rang en 2016 après avoir été au 30^{ème} rang en 2015 et au 24^{ème} rang en 2014

1-2 « Social Policies » : La France est au 15^{ème} rang en 2016 , c'est-à-dire avec le même classement qu'en 2015 et 2014.

1-3 « Environmental Policies » : La France est au 14^{ème} rang, après avoir été au 16^{ème} en 2015 et au 15^{ème} en 2014.

En 2016, la France est 34^{ème} concernant son marché du travail, 38^{ème} pour le budget, 37^{ème} pour la politique fiscale, 27^{ème} sur la question de l'équité scolaire.

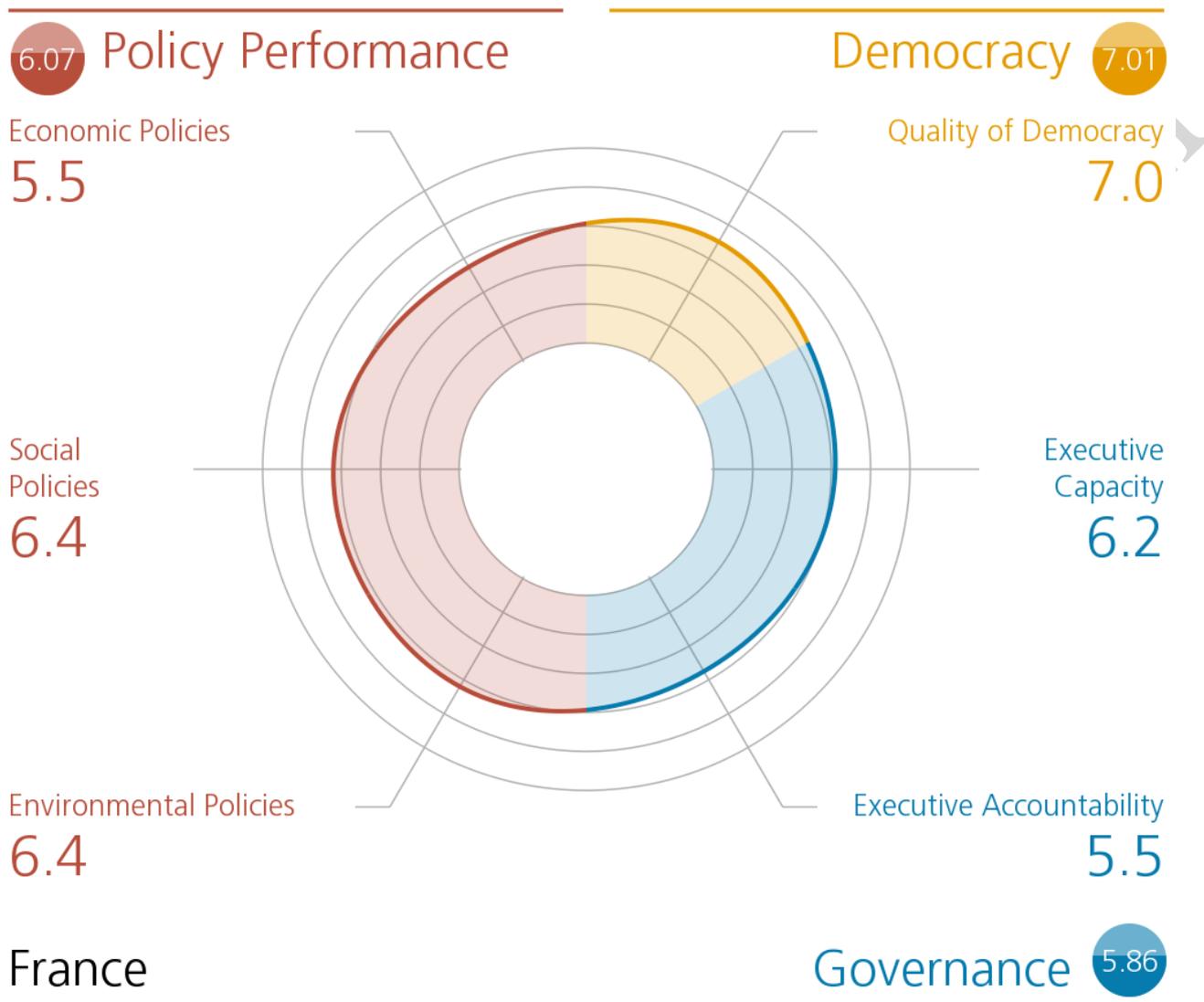
2) « QUALITY of DEMOCRACY » : La France est 26^{ème} en 2016 après avoir été 27^{ème} en 2015 et 28^{ème} en 2014.

3) « GOVERNANCE » : La France est 30^{ème} en 2016 après avoir été 30^{ème} en 2015 et 29^{ème} en 2014.

3-1 « Executive Capacity » : La France est 23^{ème} en 2016 après avoir été 28^{ème} en 2015 et 17^{ème} en 2014.

3-2 « Executive Accountability » : La France est 29^{ème} en 2016 après avoir été 31^{ème} en 2015 et 36^{ème} en 2014.

Les graphiques suivants, qui positionnent la France par rapport à l'Allemagne, à l'Italie et au Royaume-Uni en fonction de leurs SGI respectifs (Sustainable Governance Indicators), confirment les informations données par les mauvais classements de la France en fonction des différents critères retenus et expriment les maux économiques, sociaux et politiques dont elle souffre.



7.25 Policy Performance

Economic Policies
7.3

Social Policies
6.7

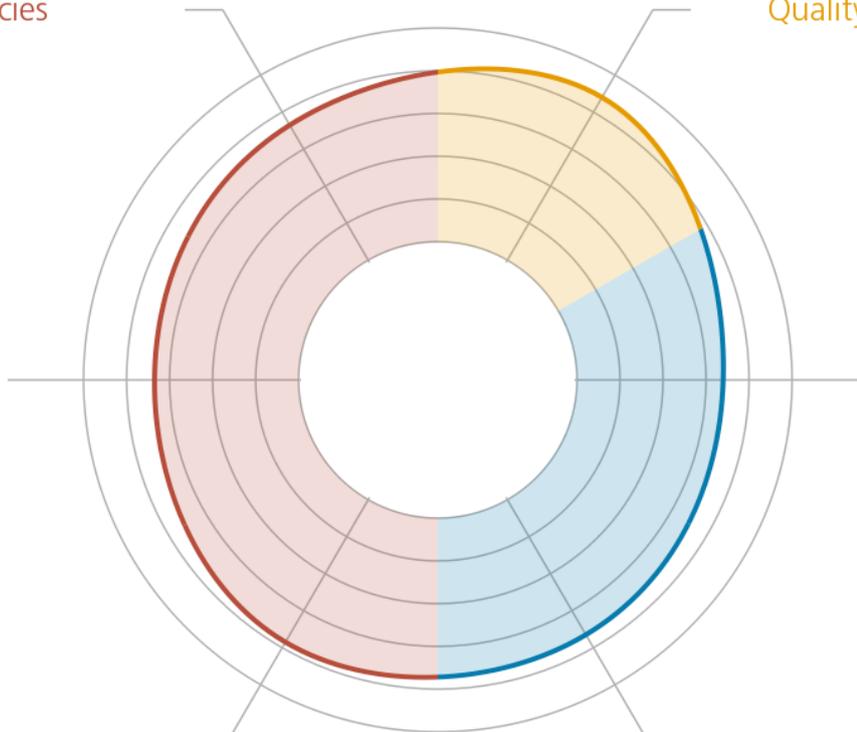
Environmental Policies
7.7

Democracy 8.78

Quality of Democracy
8.8

Executive Capacity
6.8

Executive Accountability
7.3



Germany

Governance 7.05

SGI 2016 | Germany

© Bertelsmann Stiftung 2016

WWW.CA

5.35 Policy Performance

Economic Policies
5.4

Social Policies
5.5

Environmental Policies
5.1

Democracy 7.23

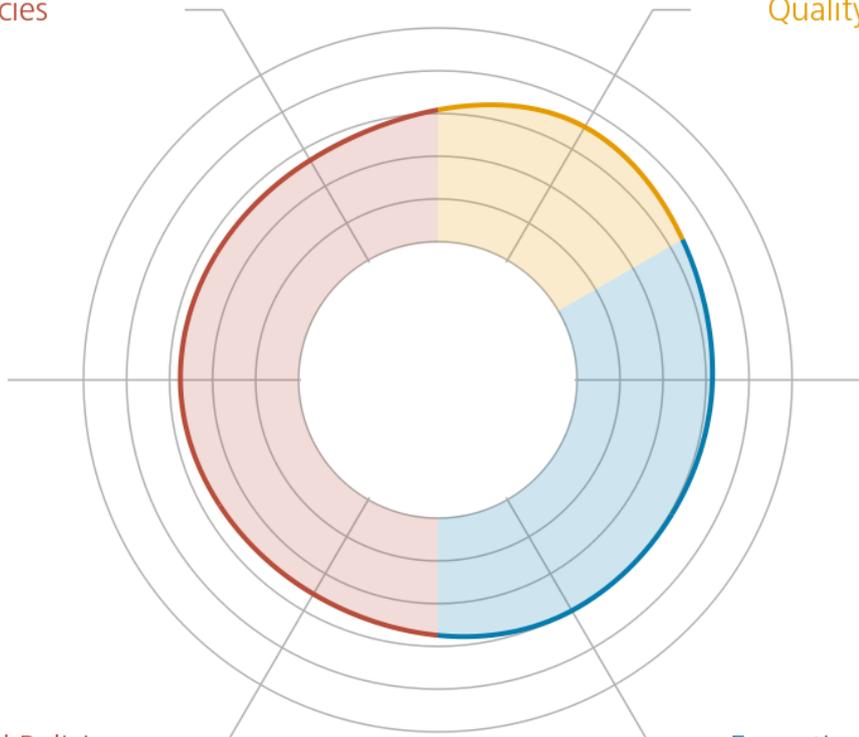
Quality of Democracy
7.2

Executive Capacity
6.3

Executive Accountability
6.0

Italy

Governance 6.16



6.94 Policy Performance

Economic Policies

6.8

Social Policies

7.1

Environmental Policies

6.9

UK

Democracy 7.37

Quality of Democracy

7.4

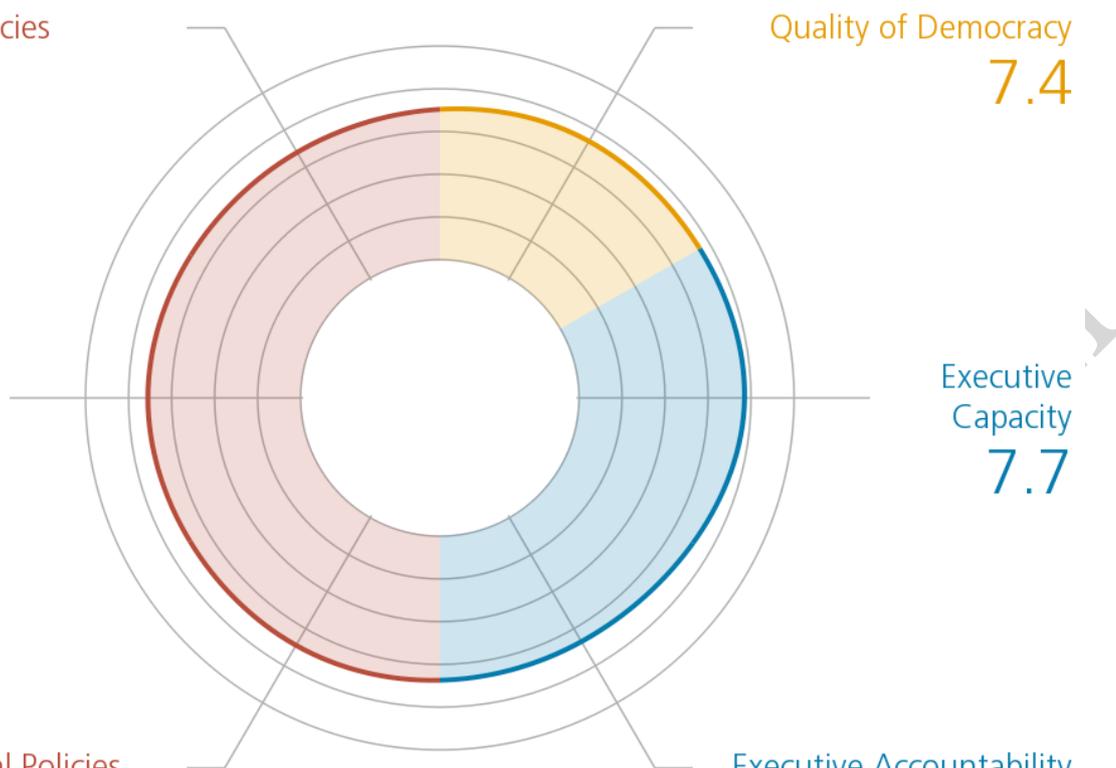
Executive Capacity

7.7

Executive Accountability

6.7

Governance 7.25



Lundi 22, F. Hollande, A. Merkel et M. Renzi se rencontrent en Italie pour préparer le sommet extraordinaire (à 27) du 16 septembre à Bratislava dont le sujet essentiel est bien entendu la relance de l'UE après le Brexit. Mais cette réunion porte en réalité surtout sur la sécurité et n'apporte guère de solutions sur l'avenir de l'Europe ; il faut dire que ces trois responsables sont tous les trois politiquement fragilisés dans leurs pays respectifs. Il faut donc hélas ne pas se faire trop d'illusions sur les résultats du sommet de Bratislava.

De 25 au 27, les banquiers centraux tiennent à Jackson Hole dans le Wyoming aux États-Unis leur rencontre annuelle avec des experts de l'analyse monétaire, avec au programme la conception d'un « cadre de politique monétaire robuste pour l'avenir ». *Il faut reconnaître que les Banques centrales ont pratiquement puisé dans leur arsenal toutes les mesures de politiques monétaires dont elles disposent, conventionnelles et non conventionnelles, et que non seulement leur efficacité est discutable mais qu'elles ont des effets pervers. Se pose alors en particulier la question de la redéfinition de leurs missions : certains ne remettent pas en cause les missions classiques des Banques centrales en proposant de garder la cible d'inflation mais de la doubler de 2 à 4%, d'autres au contraire remettent en cause la hiérarchie des missions en proposant de substituer à leur cible d'inflation un objectif de croissance économique.*

En tous les cas, en clôture du symposium, Janet Yellen, la présidente de la Fed, continue à se montrer très prudente sur le calendrier d'une remontée des taux directeurs américains.

Le vendredi 26, l'euro cote 1,1195\$ après avoir coté 1,1081 le 5, 1,1162 le 12 et 1,1325 le 19.

En août 2016 paraît aussi un livre dont nous recommandons la lecture, comme nous l'avons fait en juin dernier pour celui d'E. Le Héron. D'ailleurs, ce livre fait en quelque sorte écho au livre précédent. Son titre est très évocateur : **« Euro, plan B. Sortir de la crise en Grèce, en France et en Europe » et il est publié par les Éditions du Croquant. Il est écrit par Heiner Flassbeck et Costas Lapavistas**, avec les contributions, en fin d'ouvrage, de Cédric Durand, Guillaume Étiévant et Frédéric Lordon. Dans ce livre, les deux auteurs approfondissent les arguments qu'ils avaient déjà développés, après la signature du fameux accord du 20 février entre le gouvernement de Syriza et les créanciers de la Grèce et qui marque selon eux « la défaite finale », dans un « programme de sauvetage social et national de la Grèce » élaboré à Athènes au début de printemps 2015, et suivi de la publication d'un livre en août, chez Verso, à Londres, intitulé : « Against the Troika ; Crisis and Austerity in the Eurozone », préfacé par le journaliste Paul Mason, avec un avant-propos d'Oskar Lafontaine, membre fondateur de Die Linke après avoir été membre du SPD, et ancien ministre des finances allemand quand G. Schröder était chancelier, et une postface d'Alberto Garzon Espinosa, économiste membre d'Attac et homme politique espagnol. Notons que déjà en mai 2012, Costas Lapavistas avait dirigé, également chez Verso, un livre intitulé « Crisis in the Eurozone », pour lequel Alex Callinicos, professeur des questions européennes au King's College de Londres, a dit : « Ce livre est indispensable pour quiconque tente de comprendre l'implosion de l'Union européenne ». Comme E. Le Héron, H. Flassbeck et C. Lapavistas estiment que la faute de la crise de la zone euro revient essentiellement à l'Allemagne : « La cause essentielle du dysfonctionnement de la zone euro réside dans l'importance économique et la taille de l'Allemagne. L'Allemagne a mis ses partenaires commerciaux en difficulté en mettant une énorme pression sur les salaires allemands depuis les dernières années 1990. Les salaires allemands ont pris beaucoup de retard par rapport à la productivité. C'est là l'envers de la médaille, et la vraie cause de la crise, même si l'Allemagne ne veut pas le reconnaître. Tout se passe comme si le gouvernement allemand considérait la compétitivité d'un pays comme un concept absolu et non pas relatif. Cela explique pourquoi, à ses yeux, les excédents de l'Allemagne ne sauraient être un problème pour les autres. Selon cette même "logique", si d'autres pays et la zone euro dans son ensemble sont incapables d'échapper à la récession la plus longue de leur histoire, c'est parce qu'ils n'ont pas voulu faire ce que l'Allemagne a fait. (...) Tant que l'Allemagne ne corrigera pas cette politique, il n'y aura aucune issue effective à la crise en Grèce, mais également dans les autres pays de la zone euro, y compris la France et l'Italie ». Par contre, là où les auteurs de démarquent nettement de la position d'E. Le Héron, c'est sur le scénario souhaitable et possible pour l'avenir de l'UEM. Rappelons que pour E. Le Héron, il y a le scénario le plus probable mais non viable à long terme d'une poursuite de la domination de l'ordolibéralisme allemand, le scénario d'une sortie de l'euro, « économiquement défendable » mais difficile à mettre en œuvre, et le scénario qui a ses préférences, celui d'un « fédéralisme économique et solidaire », mais qui nécessite une très grande volonté politique « que l'on n'a plus vue à l'œuvre depuis les pères fondateurs de l'Union européenne ». Dans le livre de H. Flassbeck et C. Lapavistas, le plan A correspond à la mise en place d'un « bon euro », avec un financement monétaire des dettes souveraines, la construction d'une UE sociale et un plan européen d'investissement pour la croissance, pour l'emploi et pour la transition écologique. Pour eux, le fonctionnement actuel de l'UE rend un tel plan impossible. Alors, ils proposent un plan B qui est celui d'une sortie de la zone euro. En effet, ils estiment que « ni l'union politique, ni une union de transferts budgétaires ne sont des solutions crédibles pour l'UEM ». « Des personnes, y compris au sein de la gauche, raisonnablement réalistes, rêvent encore d'une Europe politiquement unifiée, qui pourrait offrir des solutions aux difficultés rencontrées aujourd'hui par l'UEM. Mais ce n'est malheureusement qu'un rêve, qui ne peut servir de guide à l'action politique. Sa faiblesse majeure est que, en Europe, il n'y a pas de *demos* pour fonder une union politique fonctionnelle. Aucune perspective réaliste ne permet d'entrevoir un tel *demos* dans un avenir proche ». Pour les auteurs, la zone euro met ses États membres en face d'un triangle impossible : on ne peut pas à la fois conserver le cadre actuel de l'UEM, abandonner l'austérité et restructurer les dettes souveraines. Si l'on veut réaliser les deux derniers objectifs, on est obligé de condamner le premier. Les auteurs s'attachent ensuite à étudier les modalités concrètes d'une part d'une sortie négociée de l'UEM et d'autre part d'une sortie conflictuelle.

• Septembre 2016 ->

Les 4 et 5, réunion du G20 à Hangzhou, en Chine. Les sujets traités sont en particulier la relance de la croissance mondiale et celle des échanges commerciaux, avec un rétablissement de la confiance. Le secrétaire général de l'OCDE y milite pour un développement des investissements étatiques au moyen d'une augmentation des dépenses publiques.

Le 6, Sanofi est la première société française et l'une des toutes premières dans le monde à s'endetter à taux négatif, ce qui signifie qu'elle est payée pour emprunter ! Le même jour, il en est de même pour l'entreprise allemande Henkel. Cette étrangeté s'explique par les taux directeurs très bas actuels. Autrement dit, les entreprises suivent maintenant le mouvement d'emprunt à taux négatif qu'utilisent les États depuis déjà un certain temps. *Ne doit-on donc pas craindre que la politique très accommodante de la BCE ne génère un risque d'aléa moral, d'où un surendettement des entreprises et un laxisme budgétaire des États ?*

Mercredi 7 et jeudi 8 se tient au Parlement européen une conférence où, pour la première fois, est discutée la possibilité de financer directement un budget européen autonome. Comme le dit Jean Arthuis, le Président de la Commission des budgets, le Parlement européen est « hémiplegique » puisque, « contrairement à tous les Parlements du monde, il s'occupe de dépenses mais jamais de recettes ».

Le jeudi 8, réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE : complet statu quo à la fois sur les taux directeurs et sur le QE. M. Draghi considère que la politique monétaire est efficace et continue à souhaiter des réformes et une relance des investissements en infrastructures.

Le 9, réunion à Athènes du premier sommet des États méditerranéens de l'UE, à l'initiative du gouvernement grec qui attend le déblocage d'une nouvelle tranche d'aide financière et qui continue à demander une restructuration de sa dette : le souhait d'Alexis Stipras est qu'il y ait davantage de solidarité et de convergence entre les économies de ces pays qui cumulent la crise des réfugiés, la crise sécuritaire et le terrorisme et la crise économique. Les dirigeants ainsi réunis veulent la fin du « dogme de l'austérité »

(<http://euro-mediterranee.blogspot.fr/2016/09/declaration-dathenes-du-premier-sommet.html>). Dans le troisième point de la « déclaration d'Athènes » qui conclut cette réunion, on lit :

« L'Europe doit tenir sa promesse de prospérité et de justice sociale. Il nous faut davantage de croissance et d'investissements pour surmonter la crise économique, créer des emplois, protéger notre modèle social et préparer l'avenir de nos économies. Nous sommes résolus à préserver l'acquis social européen et à promouvoir la cohésion sociale et la convergence.

Nous réaffirmons notre engagement en faveur du processus d'intégration européenne et du développement durable de l'Europe sur la base d'une croissance économique équilibrée, de la stabilité des prix et d'une économie sociale de marché hautement compétitive, visant à assurer le plein emploi et le progrès social.

En particulier, l'UE devrait :

- encourager l'investissement en doublant la capacité de financement du Fonds européen pour les investissements stratégiques (« Plan Juncker »), en mettant l'accent sur des priorités essentielles telles que l'économie numérique, des projets à faible intensité de carbone en matière d'énergie et de transports, les infrastructures ainsi que la recherche et la formation.

La question des blocages, lorsqu'ils existent, devra être réglée afin de promouvoir l'investissement et de favoriser la croissance économique pour tous les citoyens.

Ces mesures devraient être complétées par des politiques européennes soutenant les financements et les investissements, notamment l'achèvement de l'Union bancaire et des incitations à l'investissement au niveau national, de même que des politiques et règlements concernant le marché unique numérique, l'Union de l'énergie et une stratégie industrielle.

- promouvoir l'emploi et améliorer les conditions de vie et de travail. A cette fin, nous devons poursuivre résolument les réformes structurelles orientées vers la croissance afin de renforcer la compétitivité européenne ;

Par ailleurs, les projets d'investissement dans les pays ayant les taux de chômage les plus élevés et les projets transfrontaliers représentant un intérêt commun européen et favorisant l'innovation et l'intégration du marché devraient être promus.

- renforcer encore les actions de lutte contre l'évasion fiscale, la planification fiscale agressive ainsi que le dumping fiscal ;

- lutter contre le dumping social en s'attaquant aux questions liées à la fraude, aux abus et au détournement des règles

De nouvelles mesures doivent être prises pour améliorer la croissance, la convergence et la stabilité dans la zone euro.

Le processus de ratification de l'Accord de Paris dans le cadre de la COP 21 par l'UE et ses États membres doit être accéléré afin qu'ils puissent devenir parties à cet accord dès son entrée en vigueur ».

La réunion d'Athènes et ses conclusions font l'objet de sévères critiques de la part des autres membres de l'UE et plus spécialement des « faucons de l'austérité », tels que W. Schäuble, ministre allemand des finances et M. Weber, Président du groupe PPE au Parlement européen.

Ainsi, l'UE se divise de deux façons, pour ne pas dire se disloque : d'une part, essentiellement sur le plan économique, entre les pays du Nord et ceux du Sud, les uns étant pour l'austérité, les autres contre, et d'autre part, essentiellement sur le plan politique, entre les pays de l'Est et ceux de l'Ouest, les uns étant pour l'Europe des Patries, les autres non (la Pologne et la

Hongrie sont les deux pays en pointe dans le groupe de Visegrad pour demander une renationalisation de certaines compétences de l'UE et plus de pouvoirs aux Parlements nationaux ou au Conseil).

Lundi 12 arrivent à Athènes les créanciers de l'État grec pour faire à nouveau pression concernant les mesures en suspens pour que soit débloquée d'ici octobre une nouvelle tranche d'aide de 2,8 milliards d'euros.

Le mercredi 14, paraît (aux « Liens qui libèrent ») un ouvrage du prix Nobel d'économie Joseph Stiglitz : « Comment la monnaie unique menace l'avenir de l'Europe ».

À cette occasion, il donne un entretien au journal Le Monde (daté du 13 septembre) dans lequel il livre plusieurs réflexions qui nous confortent totalement dans nos positions personnelles exprimées ici même, très souvent et depuis longtemps. On relèvera en particulier celles-ci : « Les malfaçons de la monnaie unique remontent à sa création. (...) L'euro n'a pas apporté la prospérité promise, mais la division et la divergence. Pire, il a aggravé les choses lorsque la crise a frappé. (...) Austérité oblige, les gouvernements ont cessé d'investir dans les infrastructures et l'éducation, ce qui a affaibli leur croissance future. Il est urgent de briser ce cercle vicieux ». Pour sauver l'euro, à la question de savoir quelles devraient être selon lui les priorités, J. Stiglitz répond : « achever l'union bancaire et mettre en place une forme de mutualisation des dettes publiques. Mais aussi, créer un fonds européen de solidarité pour la stabilisation, qui aiderait les pays confrontés à une récession. (...) Enfin, il est crucial d'assouplir les règles budgétaires, afin que les États ne soient pas contraints de tailler dans les dépenses d'avenir pendant les récessions. (...) Une forme de budget européen, plus ambitieux que celui d'aujourd'hui, est indispensable ». À la question « quel est le problème avec la BCE ? », J. Stiglitz répond : « son mandat, à savoir assurer que l'inflation se rapproche de la cible de 2%, est trop étroit. (...) La mission de la BCE devrait être élargie à la croissance et à l'emploi, avec une grande flexibilité selon les périodes. Aujourd'hui, la priorité devrait être la baisse du chômage ». Et J. Stiglitz parle de la sortie possible de la zone euro en montrant les avantages possibles, et cela dans deux cas bien différents, celui de l'Allemagne et celui de la Grèce : dans l'un et l'autre cas, il apparaît que le gain principal d'une sortie de la zone euro serait la maîtrise retrouvée du taux de change. À côté de l'idée de la sortie de la zone euro, J. Stiglitz évoque à la fin de l'entretien la possibilité d'une zone euro « flexible » : c'est « l'idée de faire une pause au sein de l'union monétaire afin de prendre le temps d'instaurer les réformes assurant la viabilité de la monnaie unique. D'ici là, deux, trois ou quatre groupes de pays homogènes se créeraient au sein de la zone euro, utilisant un euro différent, avec un taux de change différent ». Le Nouvel Observateur du 15-21 septembre publie lui aussi un entretien donné par J. Stiglitz. Il dit notamment que « les évolutions (pour réformer l'euro) sont si lentes qu'elles exposent l'Europe à de nombreux risques. Plus vous restez longtemps au bord de l'abîme, plus le risque d'y tomber est grand. La situation de la Grèce est pire qu'il y a un an. Pour l'Institut d'études EIU (The Economist Intelligence Unit), il est probable à 60% qu'elle aura quitté l'Union européenne d'ici à 2020. (...) Le SME avant l'euro n'était pas parfait. Mais aucun pays, avec ce système, n'a jamais eu affaire à une dépression aussi longue et à un chômage aussi élevé que ce que l'on connaît aujourd'hui. La Grèce, l'Espagne viennent de vivre huit ans de récession. Pire que la crise de 1929 ! » Et il précise sa pensée concernant un « euro flexible ». Il y aurait deux euros, « avec des banques centrales différentes. Ce serait comme des clubs à l'intérieur d'un club. Tous les pays resteraient membres de l'Union européenne et prendraient ensemble des décisions sur tous les sujets, y compris sur la régulation des marchés financiers ou l'union bancaire. Mais sur la question des taux d'intérêt, des taux de change, des politiques macroéconomiques, les décisions seraient prises par chaque club. (...) L'idée, ce serait de constater qu'on a mis la charrue avant les bœufs, qu'on a fait la monnaie unique sans prévoir les institutions, sans la solidarité nécessaire entre pays ».

On retrouve la même philosophie dans l'entretien que donnera au journal Le Monde (daté du 20 septembre) le président de la Bundesbank, Jens Weidmann : « Avant la création de l'union monétaire, Helmut Kohl disait déjà qu'il fallait la compléter par une union politique. Cela supposerait que les États délèguent leurs droits souverains au niveau européen, en particulier ce qui est au cœur du pouvoir des parlements : le vote du budget. Je ne sens pas à l'heure actuelle une volonté de franchir ce pas. Au contraire, les marges de manœuvre de chacun ont plutôt été renforcées ».

Notons que dans son édition du 15, ce même journal publie un article de l'économiste français Jean Matouk qui ajoute en particulier deux autres solutions envisageables : d'une part, la solution souvent

évoquée de la « monnaie hélicoptère », qui permettrait la réduction des inégalités, condition de la relance, et d'autre part, une solution beaucoup plus hétérodoxe, qui consiste à ce que tous les États annulent de 15 à 25% leurs dettes publiques réciproques détenues par leurs banques et compagnies d'assurances sur les autres États de la zone.

Le hasard veut que ce même mercredi 14, au Parlement européen, le Président de la Commission J.-C. Juncker prononce son discours sur l'état de l'UE en proposant le doublement du montant du « plan Juncker » pour le monter de 315 milliards d'euros d'ici 2018 à 500 milliards à l'horizon 2020 puis 630 dès 2022. Alors que le très prochain sommet européen de Bratislava doit porter essentiellement sur la défense, ce discours privilégie les questions économiques avec la croissance et l'emploi : les secteurs prioritaires restent l'énergie, les infrastructures, la recherche, le numérique, la transition écologique, ... et le fonds de soutien des PME est aussi un axe fort. Le plan actuel est une réussite puisque 116 milliards ont déjà été mobilisés au cours de cette première année de mise en œuvre, soit un tiers de l'objectif fixé d'ici 2018 : 289 projets sont financés dans les pays membres et 200 000 PME européennes ont bénéficié du fonds de soutien. Dans son discours, J.-C. Juncker estime que « les douze prochains mois seront cruciaux pour construire une Europe meilleure ». Mais en même temps il avoue n'avoir jamais encore vu « un terrain d'entente aussi réduit entre les États membres, un nombre aussi réduit de domaines dans lesquels ils acceptent de travailler ensemble ». F. Timmermans, le numéro deux de la Commission, partage ce constat et va même plus loin dans le récent livre qu'il vient de publier : « C'est la première fois, dans mon expérience consciente de la coopération européenne, que je pense que le projet pourrait réellement échouer ».

Le jeudi 15, réunion à l'Élysée entre F. Hollande et A. Merkel pour préparer le sommet de Bratislava du lendemain. Notons que l'italien M. Renzi a mal ressenti qu'il soit écarté d'une telle réunion et que cela se sentira lors du sommet de Bratislava. D'ailleurs, selon lui, « il faut admettre que l'austérité européenne a échoué ».

Le vendredi 16, réunion à Bratislava en Slovaquie d'un Sommet européen informel, le 1^{er} à 27.

La déclaration qui le clôture est la suivante :

« Nous nous sommes réunis aujourd'hui à Bratislava à un moment critique pour notre projet européen. Le sommet de Bratislava à 27 États membres a été consacré à l'analyse commune de l'état actuel de l'Union européenne et à l'examen de notre avenir commun. Nous nous sommes tous entendus sur les principes généraux suivants.

Bien qu'un pays ait décidé de la quitter, l'UE demeure indispensable au reste d'entre nous. Au lendemain des guerres et des profondes divisions qu'a connues notre continent, l'UE a assuré la paix et la démocratie et a permis à nos pays de prospérer. Nombreux sont les pays et les régions extérieurs qui s'efforcent encore de parvenir à de tels résultats. Forts de cette histoire commune, nous sommes déterminés à assurer la réussite de l'UE à 27 États membres.

L'UE n'est pas parfaite mais c'est le meilleur instrument dont nous disposons pour relever les nouveaux défis auxquels nous sommes confrontés. Nous avons besoin de l'UE non seulement pour garantir la paix et la démocratie mais aussi pour assurer la sécurité de nos peuples. Nous avons besoin de l'UE pour mieux répondre à leurs besoins et souhaits de vivre, d'étudier, de travailler, de circuler et de prospérer librement sur notre continent ainsi que de tirer parti du riche patrimoine culturel européen. Nous devons mieux communiquer les uns avec les autres – entre États membres, avec les institutions de l'UE, mais aussi, et c'est le plus important, avec nos citoyens. Nous devrions apporter plus de clarté à nos décisions. Utiliser un langage clair et honnête. Nous concentrer sur les attentes des citoyens, en ayant réellement le courage de nous élever contre les solutions simplistes des forces politiques extrémistes ou populistes.

À Bratislava, nous nous sommes engagés à offrir à nos citoyens, au cours des prochains mois, une vision d'une UE attrayante, à même de susciter leur confiance et leur soutien. Nous sommes convaincus que nous avons la volonté et la capacité d'y parvenir.

Nous avons salué le discours du président de la Commission sur l'état de l'Union.

Nous avons tenu un large débat sur les grandes priorités pour les mois à venir. Sur cette base, le président du Conseil européen, la présidence du Conseil et la Commission ont proposé le programme de travail qui suit (la "feuille de route de Bratislava") » : (<http://www.consilium.europa.eu/fr/press/press-releases/2016/09/16-bratislava-declaration-and-roadmap/>).

Pour le développement économique et social, on lit dans cette feuille de route :

« Objectif

- construire un avenir économique prometteur pour tous, préserver notre mode de vie et offrir de meilleures perspectives aux jeunes

Mesures concrètes

- a) en décembre, compte tenu de l'évaluation qui aura été faite, prendre une décision sur l'extension du Fonds européen pour les investissements stratégiques

b) lors du Conseil européen du printemps 2017, faire le point sur les progrès réalisés en ce qui concerne les différentes stratégies pour le marché unique (y compris le marché unique numérique, l'union des marchés des capitaux et l'union de l'énergie)

c) lors du Conseil européen d'octobre, examiner les moyens de mettre en place une politique commerciale robuste qui tire parti de marchés ouverts tout en tenant compte des préoccupations des citoyens

d) en décembre, prendre des décisions sur un soutien de l'UE destiné à aider les États membres à lutter contre le chômage des jeunes et sur des programmes renforcés de l'UE en faveur de la jeunesse ».

Le mardi 20, recommandation du Conseil européen sur la création de conseils nationaux de la productivité. En date du 24, le journal officiel précise ceci dans son premier paragraphe :

« La croissance potentielle dans la zone euro et dans l'ensemble de l'Union a considérablement ralenti depuis 2000. La tendance à la baisse de la croissance du PIB potentiel est due notamment à une diminution constante de la contribution de la productivité totale des facteurs. Depuis 2008, la croissance économique a encore été affaiblie par un recul des investissements. En ce qui concerne l'avenir, la croissance économique dépendra en définitive d'une augmentation de la productivité. Cette augmentation est un défi aux multiples facettes qui nécessite un ensemble de politiques équilibrées visant notamment à soutenir l'innovation, améliorer les compétences, réduire les rigidités sur les marchés du travail et des produits et permettre une meilleure affectation des ressources. S'il est nécessaire d'améliorer les résultats en matière de productivité et de compétitivité dans l'Union, la crise récente a montré que les États membres dont la monnaie est l'euro peuvent être particulièrement exposés à l'accentuation et à la correction brutale de déséquilibres macroéconomiques susceptibles de se propager à d'autres États membres de la zone euro et à d'autres États membres ne participant pas à la zone euro. Compte tenu de l'absence de taux de change nominaux flexibles, ils ont besoin de mécanismes adéquats d'ajustement aux chocs touchant spécifiquement certains pays. La dynamique de productivité et de compétitivité influe aussi bien sur l'accumulation et la correction des déséquilibres macroéconomiques (par exemple déficits des balances commerciale et courante, encours des engagements intérieurs et extérieurs) que sur l'efficacité de l'ajustement aux chocs asymétriques. La recherche et l'analyse de politiques qui ont une influence sur la dynamique de productivité et de compétitivité devraient servir de base à des évolutions qui soient compatibles avec l'objectif de bon fonctionnement de l'Union économique et monétaire ».

Le mercredi 21, la Fed maintient encore le statu quo sur ses taux. Car, certes, « nous estimons que les conditions pour un relèvement se sont renforcées » déclare Janet Yellen, mais « on préfère attendre une poursuite des progrès vers nos objectifs ». Un relèvement au plus tard en décembre semble se confirmer, d'autant plus que lors de la réunion du Conseil de politique monétaire, le nombre des Gouverneurs qui ont voté pour un relèvement immédiat s'est accru.

Le mercredi 28, le ministre français M. Sapin présente le dernier projet de budget du quinquennat de F. Hollande, celui pour l'année 2017. Il assure que le gouvernement tiendra sa promesse de ramener en 2017 le déficit public à 2,7% du PIB, en tablant sur une croissance de 1,5%. Mais le Haut Conseil des finances publiques (HCFP) doute de ces prévisions parce qu'il estime qu'elles sont optimistes et que ce projet de budget « tend à s'écarter du principe de prudence ». Au total, il juge « improbable » la réduction du déficit à 2,7%. Notons que, de leur côté, les instances de la CNAV et de l'Assurance-maladie ont rendu des avis défavorables au projet de budget de la Sécurité sociale.

Également le mercredi 28, le Président de la BCE intervient devant la Commission des affaires européennes au Parlement allemand. Il y reçoit un accueil assez froid, surtout de la part des députés de la CSU. Et le Gouverneur de la Banque de France, de passage à Bruxelles, rappelle qu'il faut que la France descende absolument sous les 3% de déficit public : « aujourd'hui, surtout après le Brexit, l'Europe a besoin de la France. Mais pour qu'on nous écoute, il faut que l'on nous croie ».

En cette fin de mois de septembre, la zone euro est marquée par la crise de Deutsche Bank, 1^{ère} banque privée allemande, dont la stabilité financière, déjà compromise par sa dimension systémique et par un lourd portefeuille de titres très risqués, est menacée par une très forte amende que pourraient lui infliger les États-Unis pour sa responsabilité dans la crise des subprimes en 2007. Cette crise, qui se rajoute aux difficultés des banques italiennes et portugaises, met à mal le système financier européen tout entier, fragilisé par ailleurs par les taux d'intérêt bas qui découlent de la politique monétaire de la BCE. Notons que devant les difficultés que peuvent engendrer les taux bas pour les institutions financières, le projet de loi dit « Sapin 2 » inquiète les épargnants (alors qu'il est censé les protéger) puisqu'il prévoit de limiter

temporairement les retraits sur les contrats d'assurance-vie en cas de crise financière grave. Notons aussi que l'Italie, le Portugal et aussi l'Espagne (laissons de côté la Grèce), donc les pays de l'Europe du Sud, vont être bientôt soumis par Bruxelles à l'épreuve de vérité sur leurs comptes publics pour savoir s'ils peuvent revenir dans les clous du PSC. La France fait-elle partie de l'Europe du Sud ? L'euro cote 1,1240 \$ le 30 septembre après avoir coté 1,1152 le 2, 1,1225 le 9, 1,1157 le 16, et 1,1226 le 23.

• Octobre 2016 ->

Le dimanche 2, lors du congrès des conservateurs, la première ministre britannique Theresa May annonce que le Royaume-Uni actionnera avant la fin du mois de mars 2017 l'article 50 du traité de Lisbonne pour lancer la procédure de divorce avec l'UE.

Le lundi 10, réunion à Luxembourg de l'Eurogroupe, consacrée au cas grec : il est décidé de débloquer une nouvelle tranche du 3^{ème} plan d'aide, de 1,1 milliard d'euros sur les 2,8 milliards escomptés par les Grecs. Ils ont pourtant réalisé jusqu'à ces derniers jours les 15 réformes exigées par les créanciers ; seulement ceux-ci attendent de nouvelles données statistiques. Et de plus, ils continuent à refuser catégoriquement une décote de la dette publique grecque.

Le samedi 15 est la date limite pour que les pays membres de l'UE transmettent comme chaque année à la Commission leur budget pour que celle-ci juge si le PSC est respecté sous peine de sanctions. Mais comme l'écrit la revue Challenge, le PSC vire au pacte de flexibilité... La Commission, si souvent critiquée pour ses atermoiements, ne met-elle pas finalement en œuvre ce que propose Thomas Piketty qui, certes, considère les critères du PSC (déficit public inférieur à 3% du PIB et endettement public inférieur à 60% du PIB) comme absurdes, mais dont la critique essentielle porte en réalité sur leur rigidité. Pour lui, la rigidité des critères budgétaires européens joue un rôle plus important que les rigidités du marché du travail dans le chômage actuel.

Jeudi 20, lors de la réunion de son Conseil des gouverneurs, la BCE maintient le statu quo de sa politique monétaire, que ce soit pour les taux directeurs ou pour le QE : il n'est pas question de faire du « tapering », c'est-à-dire de diminuer actuellement le volume des achats de dettes et il est même question de prolonger le QE après mars 2017. Cela fait craindre à certains experts que la politique monétaire accommodante devienne irréversible. Mais le bilan de la BCE s'est très alourdi, progressant en un an de 1000 milliards d'euros en passant de 2500 à 3500 milliards d'euros. La BCE semble en réalité indécise à cause de l'incertitude ambiante, en particulier sur l'évolution du prix du pétrole et sur la stratégie de la Fed ; elle attend aussi l'actualisation de ses prévisions macroéconomiques, notamment sur les taux d'inflation et de croissance. Alors, attendons décembre...

Ce même 20, et également le 21, réunion à Bruxelles d'un Sommet européen, en présence de Theresa May. Cette réunion porte essentiellement sur les migrations et sur les relations avec la Russie (<http://www.consilium.europa.eu/fr/press/press-releases/2016/10/21-european-council-conclusions/>). De son côté, T. May réaffirme que le R.-U invoquera l'article 50 avant la fin du mois de mars 2017 et plaide pour une sortie britannique « sans heurts et constructive ». Et D. Tusk rappelle qu'il n'y aura pas de négociations d'ici là et que l'indivisibilité des quatre libertés n'est pas négociable.

Vendredi 21, l'agence S&P relève la perspective de la note AA de la France, qui passe de négative, décidée il y a près de deux ans, à stable, grâce à « l'introduction de réformes pour relancer la croissance sur fond de consolidation budgétaire ». Le premier ministre M. Valls en conclut : « nos réformes paient ». Notons que S&P décidera le 25 la même chose pour le FESF, le fonds de secours de la zone euro.

Au cours de ce mois d'octobre, la COFACE publie deux études, dont on tire 2 informations intéressantes. Dans la première, on trouve un encadré qui concerne la politique de taux d'intérêt négatifs des Banques centrales (NIRP : Negative Interest Rate Policy) (<http://www.coface.fr/Actualites-Publications/Publications/Barometre-risque-pays-3eme-trimestre-2016>) : « Alors que la théorie économique laisse peu de place à l'idée d'un taux d'intérêt négatif, voilà que neuf banques centrales pratiquent aujourd'hui une politique de taux d'intérêt négatif (NIRP). Historiquement pourtant, la Suisse et la Suède avaient déjà franchi le rubicond en appliquant temporairement un NIRP : dans les années 1970 pour la première, en 2009 pour la seconde. Actuellement, les pays pratiquant un NIRP représentent un quart du PIB mondial. La banque centrale du Danemark (DNB) a été la première à en instaurer

durablement un en 2012. Suivi par la BCE en 2014, la Suisse (SNB), la Suède (SR) et la Norvège (NB) en 2015 et enfin le Japon (BOJ), la Hongrie (MNB), la Bulgarie et la Bosnie Herzégovine en 2016. L'application du NIRP diverge en revanche sur le taux ciblé et la raison de la mise en place de cette politique. Dans le cas de la BCE, de la BOJ ou encore de la DNB, le taux de dépôt a ainsi été ciblé alors que la SR a, en plus du taux de dépôt, fait passer son taux directeur en territoire négatif. Alors que certaines banques centrales ont adopté un NIRP en réponse à la faible demande interne et à un niveau d'inflation inférieur à leur cible (BCE, BOJ, SR), d'autres ont souhaité limiter les effets de débordements associés aux politiques monétaires non conventionnelles dans le but de limiter l'appréciation de leurs devises qui servent de valeur refuge (DNB, SNB). Sur les canaux de transmission de la NIRP, voir le paragraphe 3-E de la section 4.

La deuxième information concerne le risque politique et son évolution en Europe (<http://www.coface.fr/Actualites-Publications/Publications/Economies-europeennes-le-risque-politique-va-t-il-gacher-la-fete-en-2017>) : celui-ci a sérieusement augmenté ces dernières années. Par exemple, la Grèce a un risque politique estimé aujourd'hui à près de 65% et celui-ci a augmenté de 28% environ entre 2007 et 2016. Pour la France, on a respectivement 38% et 13%, pour l'Allemagne 35% et 6%, pour l'Italie 59% et 18%. Le pays européen relativement le mieux placé est le Danemark, dont les pourcentages sont 26% et 4%. En effet, « Le risque politique, associé aux pays émergents pendant plusieurs décennies, concerne désormais aussi les pays avancés et en particulier l'Europe de l'Ouest (ainsi que les Etats-Unis en cette fin d'année 2016). Les premiers signes de cette montée du risque politique en Europe sont apparus en 2011, à travers les blocages institutionnels au sein de l'Union européenne et les nombreuses incertitudes politiques internes aux pays souffrant de la crise des dettes souveraines (Grèce et dans une moindre mesure Portugal, Irlande et Espagne). Depuis un an (2 élections législatives espagnoles, référendum britannique de juin), ces risques ont de nouveau monté d'un cran. Ce tempo politique va encore s'accélérer dans les douze prochains mois, qui seront marqués par des votes à l'issue incertaine dans les 4 plus grands pays de la zone euro (et même les 5 premiers si l'on inclut l'élection législative du 15 mars 2017 aux Pays-Bas) ».

Le mercredi 26, le Commissaire européen à l'économie P. Moscovici propose une assiette commune consolidée pour l'impôt sur les sociétés (ACCIS), donc une seule et même façon pour toutes les entreprises européennes de calculer leur résultat imposable et les mêmes règles de consolidation. Plus précisément, ce système s'appliquerait aux entreprises dont le chiffre d'affaires est supérieur à 750 millions d'euros, les pays resteraient libres de fixer le taux d'imposition mais ils détermineraient tous de la même manière l'assiette de l'impôt ; il n'y aurait qu'un seul lieu d'imposition mais le montant de la recette fiscale serait réparti dans tous les pays où la société exerce une activité en fonction de son niveau d'activité, plutôt que selon les résultats des filiales. Est ainsi relancée la lutte contre l'évasion et l'optimisation fiscales ; le débat se cristallise spécialement autour des GAFAs. Mais ce projet ACCIS doit être approuvé par le Parlement européen et par l'ensemble des États membres, à l'unanimité...

Le dimanche 30, après deux semaines de péripéties autour de la position négative prise par les Wallons, qui ont fait croire jusqu'au dernier moment à un total fiasco, signature à Bruxelles par l'UE et le Canada de l'accord de libre-échange CETA (Comprehensive Economic and Trade Agreement). Mais cet accord est loin d'être mis en application parce qu'il doit être ratifié par pas moins de 38 assemblées, dont le Parlement européen, les parlements nationaux des États membres de l'UE et des assemblées régionales comme celles de la Belgique, ce qui va demander beaucoup de temps et entraîner beaucoup d'incertitudes.

Au cours du mois d'octobre, on constate une forte augmentation du prix du pétrole par rapport à ce qu'il était en septembre : après avoir été autour de 46 dollars, le Brent dépasse maintenant les 50 \$. Cette hausse est naturellement une cause d'inflation importée pour les pays de la zone euro.

Cela élève par conséquent le taux d'inflation, objet de toutes les attentions de la BCE, dont on sait que la cible qu'elle vise est un taux d'inflation à moyen terme est de 2%. Mais si sa politique monétaire actuelle est accommodante pour se rapprocher de cette cible, elle a surtout pour objectif de soutenir voire de relancer l'activité au travers d'une reprise des dépenses privées. Or, cette politique monétaire serait pervertie si l'élévation du taux d'inflation était en grande partie due à la hausse du prix des matières premières, notamment du pétrole. Autrement dit, la BCE serait mise en difficulté si l'élévation du taux d'inflation ne concernait que marginalement l'inflation « sous-jacente », qui exclut non seulement les prix soumis à l'intervention de l'État

(électricité, gaz, tabac...) mais aussi et surtout les produits à prix volatils (produits pétroliers, produits frais, produits laitiers, viandes, fleurs et plantes,...) qui subissent des mouvements très variables dus à des facteurs climatiques ou à des tensions sur les marchés mondiaux. En effet, c'est le taux d'inflation sous-jacente qui permet de dégager la tendance de fond de l'évolution des prix en traduisant l'évolution profonde des coûts de production et la confrontation de l'offre et de la demande.

L'euro cote 1,0981 \$ le 28 octobre après avoir coté 1,1200 le 7, 1,0966 le 14, et 1,0884 le 21.

• Novembre 2016 ->

Le jeudi 3, la Haute Cour de Londres oblige le gouvernement britannique à saisir le Parlement avant d'appliquer l'article 50 du traité de Lisbonne. T. May décide de faire appel de cette décision devant la Cour Suprême pour que soit respecté le résultat du referendum. La sortie du R.U. de l'UE va sans doute s'en trouver retardée.

Le mercredi 9, élection de Donald Trump à la Présidence des États-Unis. Étant donné les propos de campagne qu'il a tenus, il convient d'attendre que le Président élu entre à la Maison Blanche en janvier pour mieux cerner les conséquences que cette élection peut réellement avoir sur l'économie mondiale en général et sur l'économie européenne en particulier. Pour le sujet traité ici, il faudra être spécialement attentif à la conduite de la politique monétaire américaine (la Fed restera indépendante ?) et au sort qui sera fait à la loi Dodd-Frank sur la régulation financière et bancaire, votée en juillet 2010. En attendant, bien que décontenancés par ce résultat électoral, les marchés l'ont très vite « digéré ». Des records boursiers sont même battus. Il n'empêche que le cours de l'or s'effondre et que les taux remontent partout dans le monde, spécialement à cause des mesures de type keynésien annoncées par D. Trump.

Également le 9, la Commission européenne fait paraître ses « prévisions d'automne » : pour la France, le déficit pourrait passer sous les 3% du PIB en 2017 comme l'affirme le gouvernement, mais, étant donné les décisions récentes que celui-ci a prises, il pourrait dépasser à nouveau les 3% dès 2018, alors que la dette ne cesserait d'augmenter en avoisinant près de 98% en 2017 et en dépassant même ce seuil des 98% en 2018.

Le mercredi 16, parce qu'il y a une montée des populismes en Europe, accentuée par l'élection de Donald Trump aux États-Unis, et que la croissance reste morose, spécialement pour les pays du Sud, la Commission européenne décide de ne pas rejeter le projet de budget 2017 de l'Italie et de ne pas sanctionner l'Espagne et le Portugal pour le dépassement des normes européennes dans leurs budgets de 2015. Ces deux pays continueront aussi à recevoir leurs fonds structurels. La Commission estime que la France est « globalement en ligne » mais craint que la dynamique ne soit mise à mal... Par ailleurs, et c'est nouveau, la Commission propose que les pays qui ont une marge de manœuvre budgétaire l'utilisent pour investir de façon à consolider la croissance de toute la zone euro. Au total, la Commission a des positions de plus en plus flexibles sur l'application à la fois du PSC et de la politique de rigueur budgétaire. Comme le déclare le Commissaire européen Moscovici, « nous ne pouvons pas rester les défenseurs d'une austérité étroite. L'Europe est sortie de la crise mais sa croissance est trop faible (1,7% du PIB prévu en 2018) pour espérer réduire vite le chômage et les inégalités et faire reculer le populisme ». Inutile de dire que cette déclaration est très critiquée par les opposants aux politiques économiques qu'ils considèrent comme laxistes, à commencer par le ministre allemand des finances W. Schäuble ; or, c'est l'Allemagne qui est, avec les Pays-Bas, l'économie la plus susceptible d'augmenter ses dépenses publiques...

Ce changement de philosophie de la Commission européenne se retrouve aussi dans les positions qu'adoptent maintenant le FMI et l'OCDE : y aurait-il donc un retour d'un certain keynésianisme ? À propos de la critique des politiques « austéritaires », soulignons l'intérêt de l'article que publiera Henri Guaino dans l'édition du 22 décembre du journal Le Monde, dans lequel l'auteur souligne les dangers de ce point de vue du programme de François Fillon, candidat à la l'élection présidentielle de 2017, après sa victoire à la Primaire de la Droite et du Centre. Henri Guaino fait un utile rappel historique en osant un rapprochement entre le choix de l'austérité et de la déflation et la politique menée par Pierre Laval en 1935.

Mais si la croissance reste modérée malgré ce changement de philosophie et malgré la politique de relance annoncée par Donald Trump, et que l'inflation s'élève - ce que l'on peut souhaiter pour que le risque déflationniste s'éloigne -, alors un mot pourra retrouver de l'actualité, celui de « stagflation ». Et on sait qu'entre deux maux, il faut savoir choisir le moindre... En tous les cas, les Bourses ont confiance dans la croissance qui pourrait en résulter et les records successifs qu'elles vont battre dans les jours qui suivent le montreront amplement.

Le jeudi 17, devant le Congrès américain, la présidente de la Fed, Janet Yellen, réaffirme la nécessité que la Fed reste indépendante et prévient qu'elle ne veut pas de « retour en arrière », en particulier en matière de régulation financière. Elle reconnaît par ailleurs qu'après l'élection de Donald Trump - qui l'avait fortement critiquée -, « On ne sait pas ce qui va arriver. L'incertitude est considérable et elle va se prolonger très longtemps ». Il n'empêche que le principe d'un resserrement monétaire lors de la réunion du Comité de politique monétaire des 13 et 14 décembre dont il est question depuis longtemps n'est pas remis en cause. Quand l'augmentation des taux directeurs de la Fed aura lieu, une certaine contamination ne manquera pas de concerner la zone euro, ce qui fragiliserait la croissance et augmenterait les taux souverains, d'où une réponse à attendre de la BCE.

Les 28 et 29, à Santiago du Chili, réunion du Comité de Bâle pour fixer de nouvelles règles en matière de normes prudentielles. Le souci est de renforcer les dispositifs actuels pour éviter, surtout en cette période bourrée d'incertitudes, toute crise financière et bancaire du type de celle des années 2007-2008. Les Européens craignent que le durcissement des règles ne mette à mal les banques encore fragiles comme les banques italiennes, dont certaines sont systémiques.

• Décembre 2016 ->

Le dimanche 4, victoire du non au referendum constitutionnel italien, ce qui non seulement entraîne la démission du président du conseil, Matteo Renzi, mais aussi plonge l'Italie dans une zone de grandes incertitudes sur les plans politique (difficulté de former un nouveau gouvernement), économique (mise à mal de la relation avec l'UE) et financier (aggravation de la situation des banques). Signalons que le mercredi 21, la banque italienne Banca Monte dei Paschi di Siena annoncera que son augmentation de capital n'a aucun succès auprès des investisseurs et que donc l'intervention de l'État sera sans doute nécessaire pour lui éviter la faillite.

Le lundi 5, la réunion de l'Eurogroupe débat des projets de plans budgétaires des États membres pour 2017 et les ministres insistent sur le juste équilibre à trouver entre l'objectif de viabilité des finances publiques et le soutien à apporter à l'investissement pour renforcer une reprise qui est encore fragile. L'Eurogroupe se félicite aussi des progrès accomplis par la Grèce et invite les autorités grecques et les institutions à reprendre rapidement les négociations et à se mettre d'accord sur un train de réformes partagé par toutes les parties prenantes. L'Eurogroupe fait alors une déclaration approuvant un ensemble de mesures à court terme sur l'endettement grec proposées par le MES (Mécanisme européen de stabilité) pour en réduire le poids et qui pourrait aller jusqu'à 20 point de PIB d'ici 2060.

Mardi 6, Michel Barnier, « monsieur Brexit » à l'UE, déclare que « nous aurons tout au plus 18 mois pour négocier cet accord » et, selon lui, un Brexit est « un accord clair, négocié dans le temps limité, qui prenne en compte les intérêts des 27 et préserve leur unité ».

Mercredi 7, publication d'une note du Conseil d'analyse économique sur « les taux d'intérêt très bas, symptômes et opportunités », dans laquelle les auteurs estiment que les administrations publiques françaises ont grâce à eux économisé 143 milliards d'euros en 7 ans. De manière générale, les taux d'intérêt bas ont pour effet d'effectuer un transfert redistributif au profit des débiteurs et au détriment des créanciers : ainsi, les entreprises financières ont économisé de leur côté 44 milliards pendant que les ménages perdaient globalement 78 milliards et que les établissements financiers cumulaient des pertes de 96 milliards mais ont réagi en augmentant leurs tarifs et commissions. Les auteurs suggèrent aussi aux responsables des politiques publiques d'en profiter pour effectuer des investissements pour l'avenir avant que les taux ne remontent (on note d'ailleurs que c'est un peu ce qui arrive en ce moment : en effet, depuis le milieu de cette année, les taux d'emprunt à 10 ans remontent légèrement puisque, par exemple en Allemagne, après avoir été négatifs, ils sont maintenant à 0,37% et en France, après avoir été inférieurs à 0,2%, ils sont aujourd'hui à 0,83% ; et on peut se demander si la remontée des taux ne traduit pas une normalisation de la situation économique et financière et si elle ne permettra pas un retour à une politique monétaire plus conventionnelle).

Jeudi 8, à l'issue de la réunion de son Conseil des gouverneurs, la BCE annonce, à côté du statu quo sur les taux directeurs, une double modification de son programme de rachats d'actifs avec, d'une part, la réduction du montant mensuel de ces rachats, qui passe de 80 à 60 milliards d'euros, et, d'autre part, la prolongation de ce programme de 9 mois après la fin prévue en mars 2017. Notons ici que pour l'instant

le cumul des rachats de la BCE depuis la mise en place du programme en mars 2015 représente plus de 1200 milliards d'euros de dettes souveraines et qu'il devrait atteindre 1700 milliards en mars 2017 et près de 2300 à la fin de l'année 2017. Pour pouvoir effectuer concrètement ces rachats sans courir le risque de manquer de titres, la BCE modifie quelque peu les conditions d'éligibilité des titres. Lors de sa conférence de presse, Mario Draghi dit : « la confiance est une condition indispensable pour progresser vers une union monétaire plus complète ». Cette réflexion nous semble très importante car elle traduit sans doute un constat pessimiste. Il faut dire que les États membres sont de plus en plus divisés, voire opposés, et sur plusieurs sujets : le devenir politique de l'Europe, l'opportunité de relancer l'économie, la question de la dette grecque, ... Sur ce dernier point, il y a toujours une opposition de principe entre la position européenne et celle du FMI : l'Eurogroupe réuni le 5 de ce mois a rappelé l'objectif d'excédent primaire de 3,5% à atteindre en 2018 et à maintenir à moyen terme ; or, cet objectif est considéré par beaucoup, à commencer par le FMI, comme irréaliste parce qu'il ne peut qu'aggraver la politique d'austérité. Rappelons que le FMI n'accepte de participer au plan d'aide financière à la Grèce qu'à condition que la dette publique grecque soit significativement allégée. Mais, précisément, ... :

Mercredi 14, et conformément à ce qui était attendu, et parce qu'elle constate des progrès sur les fronts de l'emploi et des prix, la Fed relève son taux directeur d'open market à 0,50%-0,75%, après avoir été pendant 1 an à 0,25%-0,50%. Et Janet Yellen poursuit : « Le Comité a jugé qu'une modeste augmentation du taux des fonds fédéraux est appropriée à la lumière des progrès solides que nous avons observés dans nos objectifs d'emploi maximal et de 2% d'inflation. Nous continuons à nous attendre à ce que l'évolution de l'économie ne justifie que des hausses graduelles du taux des fonds fédéraux dans le temps pour atteindre et maintenir nos objectifs. Cela repose sur notre opinion selon laquelle le taux neutre nominal des fonds fédéraux - c'est-à-dire le taux d'intérêt qui n'est ni expansionniste ni contraignant et qui maintient l'économie en équilibre - est actuellement assez faible selon les normes historiques. Étant donné que le taux des fonds fédéraux n'est que modérément inférieur au taux neutre, nous continuons à penser que les hausses graduelles du taux des fonds fédéraux seront probablement suffisantes pour obtenir une orientation politique neutre au cours des prochaines années ». Par conséquent, il faut s'attendre à de nouvelles hausses du taux directeur de la Fed en 2017. Il en est prévu trois, au lieu de deux.

On peut donc dire que le cycle de baisse des taux qui dure depuis plus de dix ans touche à sa fin et que la remontée des taux va concerner l'économie mondiale tout entière. Les taux vont retrouver des niveaux plus normaux, mais il convient que leur élévation soit très progressive pour ne pas être trop perturbatrice, pour les débiteurs en général et pour les États très endettés en particulier.

Ce même 14 décembre, la Présidence de l'Eurogroupe, sans doute sous la pression allemande, et donc, dans la foulée le MES, décident de suspendre les mesures d'aménagement de la dette grecque décidées une dizaine de jours auparavant parce que le gouvernement grec vient d'annoncer des mesures sociales sans consultation. La France proteste contre cette décision en rappelant que les mesures d'aménagement avaient été décidées pourtant sans condition. La Commission européenne proteste elle aussi par la voix de son commissaire P. Moscovici. Mais comme l'écrit le journaliste Pascal Riché, « On est, avec cette affaire, au croisement de tous les problèmes qui minent l'Europe. Son absence de solidarité, son absence de transparence, son absence de cohérence, son absence de stratégie, sa zone euro dysfonctionnelle. Et il serait bien trop simple de n'accuser que les États les plus raides, Allemagne et Pays-Bas en tête, et de présenter la situation comme un simple bras de fer entre pro et anti austérité. La Commission européenne et la France ont activement participé au châtement éternel de la Grèce ».

Jeudi 15, suite aux annonces de la Fed la veille, l'euro baisse fortement face au dollar et son taux de change atteint son plus bas depuis janvier 2003 à 1,0379 \$! Et, le même jour, le Dow Jones s'approche des 20 000 points à plus de 19 927 et le taux à 2 ans américain s'envole à 1,2758%.

Mercredi 28, décès de Hans Tietmeyer, président de la Banque centrale allemande de 1993 à 1999. Il a été un farouche partisan de l'indépendance des Banques centrales et a joué un rôle décisif pour la création de la monnaie unique avec une BCE, digne fille de la Buba. Mais il était également persuadé que le bon fonctionnement d'une union monétaire nécessitait une union politique.

Le vendredi 30, l'euro cote 1,0516 \$ après avoir été à 1,0661 le 2, 1,0558 le 9, 1,0449 le 16, 1,0391 le 20 et 1,0446 le 23. Quand on prend un peu de recul on s'aperçoit que le taux €/ \$ était grosso modo entre

1,25 et 1,35 de 2012 à 2014, année qui a connu en son début des sommets (1,387 en avril) puis une chute très importante pour atteindre 1,0495 en mars 2015 et depuis cette date et jusqu'à la fin de l'année 2016, le taux de change navigue entre 1,05 et 1,15. Des spécialistes prédisent un taux de change unitaire pour 2017.

En cette fin d'année, on constate une remontée du taux d'inflation, ce qui correspond certes à un objectif de la BCE, mais qui est en même temps un facteur défavorable pour le pouvoir d'achat des Européens et pour la croissance de la zone euro.

Voir sur l'évolution de l'inflation dans la zone euro la page de la BCE : <https://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/inflation.en.html>

En ce dernier mois de l'année 2016, France Stratégie fait paraître dans « Actions critiques » un article de Christophe Gouardo et Vincent Aussilloux : « **Quelle architecture pour la zone euro ?** »

(<http://www.strategie.gouv.fr/sites/strategie.gouv.fr/files/atoms/files/2017-2027-actions-critiques-zone-euro.pdf>) :

« Depuis 2010, la zone euro a engagé des réformes qui lui ont jusqu'ici permis de préserver son intégrité mais pas la cohérence de son architecture. Pour corriger cette situation précaire, les États membres vont devoir repenser le compromis de Maastricht. Trois modèles différents, qui ont chacun leur cohérence, sont a priori envisageables. Le premier acterait un retour aux principes d'origine, assortis de dispositifs complémentaires pour assurer la crédibilité de la règle stricte de non-solidarité des pays sur leurs dettes publiques respectives. Il permettrait de rétablir la souveraineté budgétaire des États membres, mais avec le risque que cela conduise à des crises de finances publiques plus fréquentes et plus coûteuses. Le deuxième modèle, qui passerait par une intégration budgétaire renforcée et une part de coresponsabilité sur les dettes publiques, apporterait la stabilité mais supposerait de placer la souveraineté budgétaire des parlements nationaux sous le contrôle d'un échelon législatif européen. Une troisième voie consisterait à décliner à l'échelle de la zone euro le modèle américain : la fonction de stabilisation macroéconomique serait assurée par un budget commun mais les États membres resteraient seuls responsables de leurs dettes, en contrepartie d'une plus grande latitude dans la définition des orientations budgétaires nationales.

MATRICE DES CHOIX ET MODÈLES D'ARCHITECTURE POUR LA ZONE EURO

	Stabilisation au centre Budget zone euro	Stabilisation coordonnée Coordination budgétaire	Pas de stabilisation Budgets nationaux
Pas de solidarité + Souveraineté budgétaire	Modèle États-Unis (Option 3)	Inopérant	Maastricht 2.0 (Option 1)
Solidarité + Encadrement par les règles	Intégration renforcée (option 2)		Inopérant

(...)

Le choix peut se résumer par la réponse apportée à deux questions qui déterminent l'architecture d'ensemble :

. Les États membres sont-ils disposés à se conformer aux règles de discipline budgétaire fixées en commun ? Si oui, sont-ils également prêts à assumer une forme de solidarité collective sur leurs dettes publiques ? Ou bien préfèrent-ils une stricte responsabilité de chacun sur sa propre dette ? . Les États membres estiment-ils nécessaire de parvenir à une stabilisation macroéconomique de la zone euro dans son ensemble ? Si oui, souhaitent-ils que celle-ci soit assurée de façon centralisée, *via* un budget commun, ou au contraire de façon décentralisée, *via* une coordination des budgets nationaux ?

(...)

Par ailleurs, aucune des options ne pourra être mise en œuvre sans avoir traité le problème des dettes héritées du passé, notamment en raison de la crise financière. Ce problème est en partie responsable des blocages qui empêchent la zone euro d'avancer vers une architecture cohérente. La tentation de traiter d'abord cet obstacle est certes légitime, mais, parce qu'elle focalise les discussions sur des jeux à somme

nulle, elle a toute chance de mener à une impasse. Il faut au préalable définir les caractéristiques du régime permanent : c'est seulement sur la base d'un accord-cadre sur l'objectif qu'il sera possible de résoudre le problème des dettes accumulées ».

www.christian-biales.fr